

**Analisis Aspek Legalitas Transaksi Efek *Short-Selling*
Pada Masa Krisis Keuangan
(Studi Kasus : Penghentian Sementara Perdagangan Bursa Efek
Indonesia Tanggal 8-10 Oktober 2008 Disebabkan Penurunan
Harga Secara Tajam Terkait Indikasi *Short-Selling*)**

SKRIPSI

R.A.Granita Ramadhani

0504231293



PROGRAM EKSTENSI
FAKULTAS HUKUM
PROGRAM STUDI ILMU HUKUM
UNIVERSITAS INDONESIA
DEPOK
JANUARI 2009

**Analisis Aspek Legalitas Transaksi Efek *Short-Selling*
Pada Masa Krisis Keuangan
(Studi Kasus : Penghentian Sementara Perdagangan Bursa Efek
Indonesia Tanggal 8-10 Oktober 2008 Disebabkan Penurunan
Harga Secara Tajam Terkait Indikasi *Short-Selling*)**

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata Satu

R.A.Granita Ramadhani

0504231293



**PROGRAM EKSTENSI
FAKULTAS HUKUM
PROGRAM STUDI ILMU HUKUM
UNIVERSITAS INDONESIA
DEPOK
JANUARI 2009**

ABSTRAK

Nama : R.A.Granita Ramadhani Layungasri
NPM : 0504231293
Program Studi : Ilmu Hukum
Pengkhususan : Hukum Tentang Kegiatan Ekonomi (PK 4)
Judul : Analisa Aspek Legalitas Transaksi Efek Short-Selling Pada Masa Krisis Keuangan (Studi Kasus : Penghentian Sementara Perdagangan Bursa Efek Indonesia Tanggal 8-10 Oktober 2008 Disebabkan Penurunan Harga Secara Tajam Terkait Indikasi *Short-Selling*)

Skripsi ini membahas aspek legalitas transaksi efek short-selling yang dilakukan pada masa krisis keuangan dan bentuk perlindungan otoritas bursa terhadap dampak penurunan harga yang tajam di bulan Oktober 2008. Penulisan skripsi ini adalah penelitian normatif-empiris dengan pendekatan kasus dimana pengumpulan data terutama menggunakan studi kepustakaan dan wawancara. Hasil analisa dan penelitian menyimpulkan bahwa transaksi efek *short-selling* dapat berubah posisi dari legal menjadi ilegal apabila dilakukan dengan cara dan pada waktu yang dilarang.

Kata kunci : *short-selling*, krisis keuangan 2008, *suspend* BEI.

ABSTRACT

Name : R.A.Granita Ramadhani Layungasri
NPM : 0504231293
Study Program : Law
Specialization : Business Law
Judul : Analysis of the Legal Aspect on Short Selling Transaction during Financial Crisis (Case Study: Indonesian Business Stock Exchange Suspend on 8-10 October 2008 Attributable to the Market Decline in Which Indicated by *Short-Selling*)

The study is focused on the legal aspect of short selling transaction during financial crisis and the authorities' anticipation for market decline which reached its bottom on early October 2008. The market decline was indicated by impropriety short-selling transaction, therefore it need further investigation which conducted by the authorities days later. This scientific paper is an empiric-normative research using case study approach. The main conclusion of this study is that short-selling would be allegedly acclaimed illegal if exercised by using impropriety mechanism and/or within certain period which being forbid for macro economic reasons.

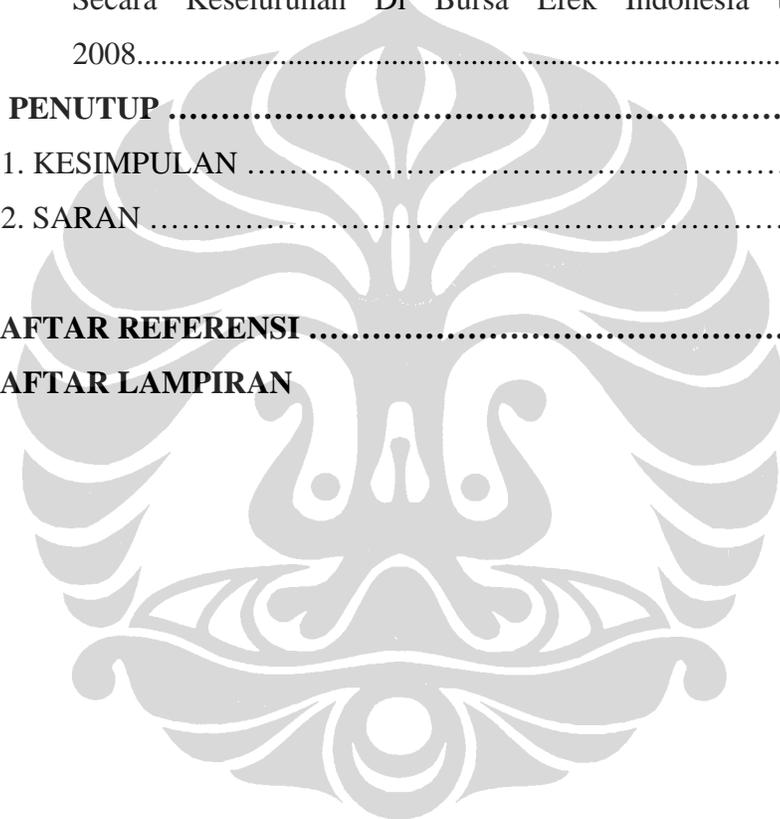
Keyword : short-selling, financial crisis in 2008, suspend BEI.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	viii
ABSTRAK.....	ix
DAFTAR ISI	xi
1. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang	1
1.1.1. Tinjauan Umum Krisis Keuangan Tahun 2008 Dalam Ruang Lingkup Pasar Modal Umum	1
1.1.2. Latar Belakang Krisis Keuangan Tahun 2008 Terkait Dengan Krisis Kredit Perumahan Amerika Serikat 2007-2008.....	2
1.1.3. Keterkaitan <i>Short-selling</i> Sebagai Imbas Kepanikan Pasar Yang Dipicu Dengan Krisis Kredit Perumahan Amerika Serikat 2007-2008	7
1.2. Perumusan Masalah	12
1.3. Tujuan Penelitian	13
1.4. Manfaat Penelitian	13
1.5. Batasan Penelitian	14
1.6. Definisi Operasional	14
1.7. Model Operasional Penelitian	19

2.	TEORI DASAR PERDAGANGAN EFEK DI BURSA EFEK	20
2.1.	Tinjauan Umum Bursa Efek	21
2.2.	Tinjauan Historis Bursa Efek Di Indonesia Dan Penggabungannya	24
2.3.	Aturan Perdagangan Efek Di Bursa Efek	32
2.4.	Mekanisme Perdagangan Efek Berupa Saham Di Bursa Efek	40
2.5.	Mekanisme Perdagangan Transaksi Efek <i>Short-Selling</i>	44
3.	METODOLOGI PENELITIAN HUKUM	52
3.1.	Pengertian Penelitian Hukum	52
3.2.	Jenis – jenis Penelitian Hukum	55
3.2.1.	Pembagian Jenis Penelitian Berdasarkan Fokus Penelitian	57
3.2.2.	Pembagian Jenis Penelitian Berdasarkan Sifat Dan Tujuan Penelitian	65
3.3.	Tahap Pengolahan Data	66
3.4.	Pendekatan Yang Digunakan Dan Mempengaruhi Pengolahan Dan Analisis Data	68
3.4.1.	Jenis – jenis Pendekatan Penelitian Hukum	68
3.4.2.	Pendekatan Studi Kasus	69
3.4.3.	Penentuan Pendekatan Masalah	71
3.5.	Intepretasi	73
3.6.	Pengumpulan Data Dalam Penelitian Hukum	75
3.6.1.	Pengumpulan Data Primer	76
3.6.2.	Pengumpulan Data Sekunder	83
3.7.	Sistematika Analisis Penelitian Hukum	90
3.7.1.	Metode Analisis Penelitian Studi Kasus Hukum	91
3.7.2.	Teknik Analisis Dokumen	92
4.	ANALISIS ASPEK LEGALITAS TRANSAKSI EFEK <i>SHORT-SELLING</i> PADA MASA KRISIS KEUANGAN (STUDI KASUS : PENGHENTIAN SEMENTARA PERDAGANGAN BURSA EFEK INDONESIA TANGGAL 8-10 OKTOBER 2008 DISEBABKAN	

PENURUNAN HARGA SECARA TAJAM TERKAIT INDIKASI <i>SHORT-SELLING</i>)	94
4.1. Aspek Legalitas Pelaksanaan Transaksi Efek <i>Short-Selling</i> Pada Saat Krisis Keuangan	94
4.2. Bentuk Perlindungan Dari PT. Bursa Efek Indonesia dan Bapepam-LK Terhadap Stabilitas Bursa Terkait Dengan Indikasi Transaksi Efek <i>Short- Selling</i> Yang Mendorong Terjadinya Penurunan Sangat Tajam Harga Saham Secara Keseluruhan Di Bursa Efek Indonesia tanggal 6-8 Oktober 2008.....	114
5. PENUTUP	123
5.1. KESIMPULAN	123
5.2. SARAN	124
DAFTAR REFERENSI	127
DAFTAR LAMPIRAN	



BAB 1 PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

1.1.1. Tinjauan Umum Krisis Keuangan Tahun 2008 Dalam Ruang Lingkup Pasar Modal

Di era globalisasi ini, peredaran modal telah melampaui batas wilayah daerah dan negara. Oleh karena itu perlu didirikan institusi sebagai tempat bertemunya pemilik modal dan pihak yang membutuhkan modal. Pada perkembangannya kemudian dibentuk pasar uang dan pasar modal.

Bagi kalangan bisnis, pasar modal lebih dikenal karena menyediakan alternatif pendanaan eksternal jangka panjang. Sehingga kepentingan pemilik modal sebagai investor dan kepentingan pihak yang membutuhkan modal yaitu emiten dapat terpenuhi.

Pasar modal bergerak karena adanya motif ekonomi dari kedua pihak. Emiten mendapat kemudahan mengumpulkan dana dari publik untuk kebutuhan dana jangka panjang dengan biaya yang relatif lebih rendah ketimbang kredit perbankan. Investor sendiri mendapatkan keuntungan dari *return* yang dia terima dari investasinya atas instrumen pasar modal yang dikuasainya.

Namun ada satu unsur yang sangat erat kaitannya dengan pasar modal, yaitu resiko. Resiko inilah yang menjadi ketakutan utama dan terbesar investor. Resiko harus ditangani dengan langkah yang preventif dan preemtif oleh investor. Oleh karenanya, investor mengembangkan pola pikir spekulatif untuk bermain dengan resiko tersebut.

Pola pikir spekulatif ini berkembang subur di kalangan investor. Untuk membuat spekulasinya rasional, banyak faktor yang menjadi indikator vital bagi investor. Salah satunya adalah krisis ekonomi yang berdampak global. Karena reaksi yang menyebabkan dan diakibatkan krisis tersebut menjadi gambaran bagi investor terhadap situasi pasar itu sendiri.

1.1.2. Latar Belakang Krisis Keuangan Tahun 2008 Terkait Dengan Krisis Kredit Perumahan Amerika Serikat 2007-2008

Dalam satu dekade terakhir, telah terjadi dua krisis ekonomi yang berdampak global. Krisis pertama adalah krisis moneter tahun 1998. Krisis kedua adalah krisis keuangan 2008. Berbeda dengan krisis moneter tahun 1998 yang meluas dan bahkan mempengaruhi sendi-sendi perekonomian akar rumput, krisis yang terjadi tahun 2008 terfokus guncangannya pada sektor perbankan dan pasar modal.

Hal ini dikarenakan krisis keuangan 2008 disebabkan efek domino yang dipicu anjloknya perdagangan di satu bursa saham yang kemudian menyeret bursa-bursa di negara lain karena saling berkaitan eratnya bursa-bursa tersebut dalam satu jaringan.

Bursa saham yang keanjlokannya menjadi pemicu krisis keuangan 2008 adalah Bursa Saham New York (*New York Stock Exchange Euronext*) di Amerika Serikat. Bursa Saham New York adalah salah satu dari empat bursa saham terbesar di dunia yaitu Bursa Saham Tokyo (*Tokyo Stock Exchange*), Bursa Saham London (*London Stock Exchange*), dan *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ)* yang dikenal sebagai *The Big Four* dalam lingkup pasar modal internasional. Sehingga dapat dipahami keanjlokannya di bursa tersebut secara otomatis menyeret bursa-bursa lain ke dalam pusaran krisis.

Secara singkat, anjloknya perniagaan di Bursa Saham New York disebabkan oleh krisis kredit perumahan Amerika Serikat, dimana kegagalan bayar para debitur dalam skala nasional menyebabkan kemacetan kredit dan kemandekan return dari *mortgage-backed securities* di bursa-bursa saham Amerika Serikat. Yaitu, Bursa Saham New York dan NASDAQ pada tahun 2007. Dampak ini yang kemudian meluas ke bursa-bursa internasional.

Ketika krisis kredit *subprime mortgage* terjadi di Amerika Serikat, imbasnya pada keuangan global tak terbayangkan. Bila ditilik lebih jauh, *Mortgage-backed securities* di bidang perumahan menjadi penopang utama

perekonomian Amerika Serikat sejak menurunnya harga saham-saham yang berbasis teknologi (*burst of internet bubble*) di awal tahun 2000-an.¹

Perubahan kiblat dalam trend ekonomi di negara adidaya tersebut terjadi sedemikian cepat sebagai cerminan kebutuhan pelaku ekonomi lokal akan bidang usaha yang lebih kokoh.

Mortgage backed-securities adalah salah satu bentuk dari efek beragunan aset (*asset-backed securities*) yang asetnya berupa piutang-piutang yang dijamin dengan *mortgage*.² *Mortgage*, sebagai bentuk pembiayaan, umumnya diimplementasikan dalam bidang usaha kepemilikan rumah, terutama di Amerika Serikat.

Di Amerika Serikat, keberadaan *mortgage* dalam pembiayaan kepemilikan rumah didukung pemerintah dengan berdirinya *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (FHLMC) yang dikenal sebagai “*Freddie Mac*” dan *Federal National Mortgage Corporation* (FNMA) yang dikenal sebagai “*Fannie Mae*”. Keduanya merupakan badan hukum privat yang pendiriannya disponsori pemerintah.

Bentuk pembiayaan kepemilikan rumah ini melibatkan tiga pihak, yaitu konsumen sebagai debitur, *mortgage lender*, dan pihak ketiga yang memberikan pinjaman kepada *mortgage lender*.

DR. Jonker Sihombing, SE, MH, MA, dalam artikelnya berjudul “*Subprime Mortgage : Analisis Dari Perspektif Hukum Bisnis*”³ di Jurnal Hukum Bisnis Volume 27 No.3 Tahun 2008 menerjemahkan *mortgage lender* sebagai Kreditor Perumahan Murah.

Penulis tidak sependapat dengan penggunaan istilah “kreditor” terhadap penerjemahan *mortgage lender* secara keseluruhan. Karena penulis menemukan bahwa *mortgage lender* berperan ganda sebagai kreditor bagi konsumen dan sekaligus sebagai debitur bagi pihak ketiga yang memberikan pinjaman

¹ Jonker Sihombing, *Subprime Mortgage : Analisis dari Perspektif Hukum Bisnis*, (Jakarta: Jurnal Hukum Bisnis Vol. 27 – No. 3, Tahun 2008), hal. 29.

² Gunawan Widjaja, *Sekritisasi Aset dalam Kegiatan Pasar Modal dan Dampak Kasus Subprime Mortgage di Amerika Serikat terhadap Pasar Sekritisasi Global*, (Jakarta : Jurnal Hukum Bisnis Vol. 27 – No. 3, Tahun 2008), hal. 20.

³ Jonker, *op.cit.* hal.31.

kepadanya. Sehingga, menurut hemat penulis, *mortgage lender* tidak bisa diartikan sempit hanya sebagai kreditor. Oleh sebab itu, penulis memutuskan tetap menggunakan istilah "*mortgage lender*" dalam memaparkan subjek tersebut.

Selain dari pinjaman pihak ketiga, *mortgage lender* menyandarkan pendanaan pemberian kredit ini dengan menerbitkan *mortgage backed-securities* yang dijual kepada perbankan dan investor.⁴ Peristiwa jual-beli *mortgage backed-securities* ini menyebabkan terjadinya Pasar Pembiayaan Sekunder.

Penulis menemukan, dalam prakteknya pemain dalam *mortgage backed-securities* ini masih terbagi lagi menjadi pemain langsung dan pemain tidak langsung. Pemain langsung adalah Bank Investasi dan *Private Equity Fund*. Pemain tidak langsung adalah Lembaga Pemeringkat dan Bank Sentral.

Pengertian pemain langsung adalah pelaku terlibat langsung dalam penerbitan *mortgage backed-securities* atau efek beragunan aset yang berkaitan atau terlibat langsung dalam jual-beli *mortgage backed-securities* atau efek beragunan aset yang berkaitan.

Bank Investasi yang turut bermain dalam Pasar Pembiayaan Sekunder juga menciptakan instrumen investasi seperti efek beragunan aset yang dijual ke perbankan dan institusi keuangan. *Goldman Sachs*, *Bear Sterns* dan *Lehman Brothers* adalah bank-bank investasi yang merupakan pemain besar dalam Pasar Pembiayaan Sekunder.

Pemain kedua, *Private Equity Fund* bergerak di Pasar Pembiayaan Sekunder dengan meminjam bunga yang relatif rendah untuk membeli saham dan produk efek beragunan aset. Contoh dari *Private Equity Fund* yang turut bermaian di Pasar Pembiayaan Sekunder ini adalah *Global Equity Securities* yang merupakan anak perusahaan *Goldman Sachs* yang bergerak di bidang *hedge-fund*.

Pengertian pemain tidak langsung adalah pelaku tidak terlibat langsung dalam penerbitan *mortgage backed-securities* atau efek beragunan aset yang berkaitan atau terlibat langsung dalam jual-beli *mortgage backed-securities* atau efek beragunan aset yang berkaitan, namun dengan menggunakan kapasitas dan kewenangannya dapat menciptakan situasi dan kondisi pasar yang kondusif terhadap perkembangan suatu keadaan tertentu dalam pasar tersebut.

⁴ *Ibid.* hal.31.

Pemain tidak langsung seperti Lembaga Pemeringkat berperan besar dalam memberikan *credit score* calon debitur. *Credit score* calon debitur dijadikan patokan *mortgage lender* untuk mengetahui tingkat kelayakan calon debitur untuk mendapatkan kredit perumahan.⁵

Makin tinggi *credit score* calon debitur, maka makin besar kemungkinan calon debitur tersebut mendapatkan *prime mortgage*. Makin rendah *credit score* calon debitur, maka makin besar kemungkinan calon debitur tersebut mendapatkan *subprime mortgage*.

DR. Jonker Sihombing, SE, MH, MA, menyatakan *prime mortgage* sebagai berikut:

“*Prime mortgage* diberikan kepada debitur yang memiliki *track-record* perbankan yang relatif baik seperti tidak pernah mengalami kebangkrutan, tidak pernah membayar kewajiban, dan mempunyai kapasitas untuk membayar kembali hutangnya yang didukung oleh tingkat pendapatan debitur yang memadai serta dikaitkan dengan rasio hutang yang rendah dikaitkan dengan nilai propertinya.”⁶

Subprime mortgage dapat diartikan sebaliknya. Pemberian kredit *subprime mortgage* diberikan kepada konsumen yang kelayakannya kurang dengan disertai persyaratan kredit yang lebih longgar. Sebagai kredit perumahan berkualitas rendah, kemungkinan gagal bayar dalam kasus *subprime mortgage* relatif besar.

Produk *subprime mortgage* yang menguasai hampir 75% dari total *subprime mortgage* yang diterbitkan di Amerika Serikat, mempunyai fitur bunga yang memperbesar kemungkinan gagal bayar tersebut dengan menggunakan gabungan sistem *fixed rate* dengan *adjustable rate* dalam perhitungan kewajiban bayar debitur. Produk *subprime mortgage* tersebut dikenal sebagai 2/28ARMS.⁷

⁵ *Ibid.*

⁶ *Ibid.*

⁷ *Ibid.* hal. 30.

Dalam sistem penghitungan bunganya, 2/28ARMS menerapkan suku bunganya ditetapkan secara *fixed* hanya pada periode dua tahun pertama yang dinamakan *Tease Rate*.

Pada akhir tahun kedua dan tahun-tahun berikutnya suku bunga berubah menjadi *adjustable rate*, sehingga kewajiban bayar bulanan debitur meningkat secara drastis tanpa disadari oleh debitur itu sendiri.⁸ Karena debitur 2/28ARMS pada dasarnya berasal dari latar belakang kemampuan pemenuhan kredit yang kurang layak maka beratnya beban kewajiban bayar bulanan tersebut berujung pada keadaan gagal bayar.

Permasalahan sistemik terjadi apabila keadaan gagal bayar ini berskala nasional. Dan hal ini ternyata benar terjadi, mengingat 2/28ARMS menguasai hampir 75% dari total *subprime mortgage* yang diterbitkan di Amerika Serikat. Imbas dari keadaan gagal bayar berskala nasional ini merontokkan portofolio perbankan dan kredit korporasi.

Perbankan Amerika Serikat, Eropa, dan Jepang mengalami pukulan besar karena mereka yang selama ini agresif berinvestasi pada produk-produk yang mempunyai pasar yang luas di Amerika Serikat.

Selain kerugian global yang diperkirakan Dana Moneter Internasional telah mencapai USD 945 miliar sebagai dampak langsung krisis *subprime mortgage*, terdapat bahaya yang lebih besar. Menurut Laporan Stabilitas Finansial Global (GSFR), angka kerugian sebagai akibat krisis *subprime mortgage* masih bersifat sementara dan masih berpotensi membengkak karena sebenarnya masih belum selesai.⁹

Kehadiran dua bursa saham besar di Amerika Serikat yaitu Bursa Saham New York dan NASDAQ yang tadinya menjadi fasilitator yang memadai bagi investor berubah menjadi bumerang. Keterbukaan informasi publik yang disajikan kedua bursa tersebut menyebabkan informasi krisis kredit tersebut menyebar ke seluruh dunia tanpa terfilter. Ketidakpercayaan publik terhadap pasar menjadi bahaya laten.

⁸ *Ibid.*

⁹ *Ibid.* hal. 32.

Dalam hitungan bulan, biji-biji domino berjatuhan. *Bear Stearns* ambruk pada pertengahan Maret 2008. Keadaan ini memaksa pihak manajemen menyetujui proposal akuisisi JPMorgan Chase. *Goldman Sachs* berjuang menyelamatkan *Global Equity Securities* dengan menyuntikkan dana USD 3 Miliar.¹⁰

Lehman Brothers menyusul dengan mengajukan perlindungan kebangkrutan menurut Pasal 11 (Chapter 11) tanggal 15 September 2008¹¹. Pengajuan ini terpaksa dilakukan Lehman Brothers karena besarnya kerugian yang ditanggung akibat surat utang berisiko tinggi sejak tahun 2007 yang diterbitkan anak perusahaannya yang bergerak di bidang *subprime mortgage*, BNC Mortgage.

1.1.3. Keterkaitan *Short-selling* Sebagai Imbas Kepanikan Pasar Yang Dipicu Dengan Krisis Kredit Perumahan Amerika Serikat 2007-2008

Aliran dana yang selama ini masuk ke pasar modal Amerika Serikat telah mengangkat harga saham secara keseluruhan menjadi terlalu tinggi sementara pertumbuhan fundamental emiten-emiten saham tersebut tidak dapat mengejar sama pesatnya, sehingga gelembung ekonomi (*economic bubble*) tersebut meletus bertepatan dengan meruaknya kasus kredit perumahan. Runtuhnya Lehman Brothers menyebabkan ledakan krisis baru yang merupakan akumulasi dari ketidakpercayaan publik terhadap pasar sejak awal krisis *subprime mortgage*.

Krisis keuangan bursa saham di Amerika Serikat menyulut kekeringan likuiditas dan memperlambat ekonomi secara global. Secara hampir bersamaan, index harga saham di berbagai bursa saham di seluruh dunia mengalami penurunan drastis. Tak terkecuali di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pada tanggal 8 Oktober 2008, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di BEI merosot 22,17%

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ AP,AFP,Reuters,CNBC dan Joe, "*Lehman Brothers Bangkrut*," <<http://cetak.kompas.com/read/xml/2008/09/16/00345387/lehman.brothers.bangkrut>>, Kompas, 16 Desember 2008. diakses 26 Oktober 2008 jam 18.10.

yang menjadikannya penurunan terbesar dalam sejarah bursa saham Indonesia sejak April 1983.¹²

Direktur Utama Bursa Efek Indonesia Erry Firmansyah menyatakan pihak otoritas bursa menduga ada informasi yang menyesatkan (*misleading*) di pasar yang memicu pemodal melakukan *panic selling*.¹³ *Panic selling* adalah penjualan surat berharga-misalnya saham-secara besar-besaran yang terjadi di pasar modal.¹⁴

Panic selling sangat mudah terjadi di bursa karena sebagian investor ritel pasar modal di seluruh dunia masih cenderung menjadi pengekor atau *follower* dari bandar atau pemain besar. Sehingga, ketika para bandar atau pemain besar melepas aset-asetnya karena melihat perkembangan pasar yang kurang kondusif, investor menjadi panik. Gulungan kepanikan ini bisa memicu penjualan massal karena investor berlomba-lomba melepas investasinya.

Masalah utama dalam *panic selling* adalah investor lebih banyak membuat keputusan investasi berdasarkan emosi, kepanikan dan rasa takut. Mereka tidak menghitung lagi faktor-faktor fundamental yang lebih mendasar asalkan bisa keluar dari pasar. Untuk mengantisipasi peristiwa ini, bursa-bursa dunia telah menerapkan aturan-aturan untuk membatasi dampak *panic selling*. Misalnya, mereka menetapkan batasan maksimal perubahan harga saham.¹⁵

Panic selling memang diakui terjadi di Bursa Saham New York, Bursa Saham Tokyo (*Tokyo Stock Exchange*), Bursa Saham London (*London Stock Exchange*), *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System* (NASDAQ), Bursa Efek Rusia, Bursa Efek Rumania, dan Bursa Efek Ukraina.¹⁶ Hal ini disebabkan kepanikan investor mendorong mereka secara beramai-ramai menjual obral saham agar dapat menghindari resiko.

¹² Wisnu Wijaya, “*Suspend Redam Kejatuhan Indeks*,” *Bisnis Indonesia*, 9 Oktober 2008, hal. 1.

¹³ *Ibid.*

¹⁴ _____, “*Panic Selling*,” < http://www.kontan.co.id/index.php/Pemula/artikel/38/77/Panic_Selling>, 26 Juni 2008 diakses tanggal 1 November 2008 jam 19:10.

¹⁵ *Ibid.*

¹⁶ Wisnu Wijaya, *loc.cit.*

Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK), Ahmad Fuad Rahmany menyatakan “...Bila investor panik dan irasional, mekanisme pasar sudah tidak bisa lagi dibiarkan mengendalikan harga pasar...”¹⁷

Namun, otoritas bursa dan pelaku bursa menemukan bukan hanya *panic selling* yang mempengaruhi penurunan harga saham di berbagai bursa saham karena penurunan drastis kepercayaan pasar menyusul krisis kredit perumahan Amerika Serikat.

Direktur PT Danareksa Harry Wiguna mengakui para pelaku bursa di Indoensia mengadakan pertemuan yang membahas kejanggalan jatuhnya indeks akibat nilai transaksi yang minim di Bursa Efek Indonesia.¹⁸ Baik otoritas bursa dan pelaku bursa menduga ada pelaku pasar yang melakukan *short-selling* pada saat krisis.¹⁹ Dewan Pakar Masyarakat Investor Indonesia Johannes Soetikno membenarkan pernyataan tersebut dengan menyatakan “...ada indikasi *short-selling* karena beberapa pihak mencari 10 jenis saham tertentu, salah satunya Bumi Resources dan Bakrie&Brothers...”²⁰

Short-selling adalah tindakan investor yang menjual saham tanpa memiliki saham itu terlebih dahulu dengan harapan agar saham itu turun lagi, sehingga dapat dibeli pada harga yang lebih murah. Investor mengambil keuntungan dari selisih harga jual dengan harga beli.

Short-selling diperbolehkan di Indonesia melalui Peraturan Bapepam V.D.6 karena dapat mendorong bursa menjadi lebih atraktif sehingga likuiditas pasar meningkat. Selain itu juga *short-selling* dapat dimanfaatkan untuk tujuan lindung nilai (*hedging*) terhadap potensi penurunan harga saham.²¹

¹⁷ *Ibid.*

¹⁸ *Ibid.*

¹⁹ *Ibid.*

²⁰ *Ibid.*

²¹ _____, “ “Short Selling” Di Tengah Aksi Spekulasi”, <<http://www.kompas.com/printnews/xml/2008/09/24/09434783/short.selling.di.tengah.aksi.spekulan>>, 24 September 2008 diakses tanggal 24 September 2008 jam 16:30.

Meskipun *short-selling* dapat meramaikan pasar, teknik perdagangan saham tersebut dapat berbalik merugikan pasar sendiri. Terutama bila dilakukan pada saat krisis finansial.

Dalam krisis keuangan tahun 2008, pasar modal di seluruh dunia dilanda kepanikan yang ditandai dengan *panic selling*. Namun penurunan harga menjadi lebih tajam karena pelaku *short-selling* masuk ke pasaran. Jadi ada dua macam jenis perdagangan yang menjerumuskan harga saham di pasar modal pada saat krisis keuangan tahun 2008. Hal ini diakui Kepala Riset Paramitra Alfa Sekuritas Pardomuan Sihombing dalam wawancara pribadi dengan penulis.²²

Pelaku *short-selling* pada saat krisis keuangan tahun 2008 bukan hanya mengambil keuntungan dari selisih nilai jual dan beli saham yang dilepas di pasaran, mereka juga mengambil keuntungan dari kepanikan pasar. Penurunan harga saham di Bursa Efek Indonesia tanggal 6-8 Oktober 2008 disinyalir lebih diakibatkan oleh transaksi *short-selling* ketimbang *panic selling*.

Menurut Pardomuan Sihombing, indikator untuk mengukurnya adalah dengan membandingkan tingkat penurunan bursa saham di Amerika Serikat sebagai pusat krisis finansial dengan tingkat penurunan bursa saham di Indonesia yang hanya terkena gejolaknya. Tingkat penurunan bursa saham di Amerika Serikat hanya mencapai 30%, sementara tingkat penurunan bursa saham di Indonesia mencapai 50%.²³

Inilah yang dinyatakan Direktur Pengawasan Bursa Efek Indonesia Justisia Tripurwasani sebagai keadaan pasar yang irasional. Karena, menurutnya, "...tidak ada sesuatu...yang secara fundamental ada sesuatu sehingga mengakibatkan harga-harga saham itu turun..."²⁴

Keadaan pasar yang irasional dan indikasi pelanggaran-pelanggaran dalam perdagangan efek pada saat krisis finansial mendorong PT Bursa Efek Indonesia menghentikan sementara perdagangan pada sesi II perdagangan tanggal 8 Oktober

²² Pardomuan Sihombing, wawancara dengan penulis dengan penulis tanggal 17 November 2008.

²³ *Ibid.*

²⁴ Justisia Tripurwasani, wawancara dengan penulis dengan penulis tanggal 24 Oktober 2008.

2008. Penghentian sementara perdagangan di Bursa Efek Indonesia tersebut dilanjutkan sampai tanggal 9 Oktober 2008, yang dibuka sesaat pada tanggal 10 Oktober 2008 namun ditutup sampai dua sesi perdagangan pada hari perdagangan tersebut.

Penghentian sementara perdagangan di Bursa Efek Indonesia selama tiga hari berturut-turut dilakukan sebagai langkah kebijakan moneter untuk menyikapi indikasi-indikasi *misleading* dan *short-selling* yang berkembang di masyarakat. Tindakan PT Bursa Efek Indonesia mencontoh *suspend* yang telah dilakukan di Bursa Efek Rusia, Bursa Efek Rumania, dan Bursa Efek Ukraina sebelum tanggal 8 Oktober 2008 menyusul kejatuhan harga saham di berbagai negara.²⁵

Pada tanggal 15 November 2008, para pemimpin negara yang tergabung dalam Kelompok 20 (G-20) khusus mengadakan pertemuan di Washington untuk membahas daya upaya guna mengkoordinasikan tanggapan terhadap krisis finansial tersebut dan tindakan untuk mengembalikan stabilitas di bursa efek masing-masing negara.²⁶

Kelompok G-20 terdiri atas kelompok negara-negara industri maju (Amerika Serikat, Inggris, Prancis, Jepang, Jerman, Italia dan Kanada) dan negara-negara Eropa lainnya serta Argentina, Australia, Brazil, China, India, Indonesia, Meksiko, Rusia, Arab Saudi, Afrika Selatan, Korea Selatan dan Turki.

Sampai sejauh ini, upaya paling awal dalam mengembalikan stabilitas di bursa efek masing-masing negara Kelompok G-20 adalah pelarangan transaksi efek *short-selling* sejak terjadi krisis keuangan tahun 2008. Indonesia melarang transaksi efek *short-selling* sepanjang bulan Oktober 2008 sementara Amerika Serikat melalui SEC (*Securities and Exchange Commission*) melarang transaksi efek *short-selling* sampai waktu yang tidak dapat ditentukan. Jepang dan Belanda turut mengikuti jejak Amerika Serikat.²⁷

²⁵ Wisnu Wijaya, *loc.cit.*

²⁶ _____, "Panic selling Kembali ke Pasar Saham Global," <<http://www.antara.co.id/arc/2008/10/23/panic-selling-kembali-ke-pasar-saham-global/>>, 23 Oktober 2008 diakses tanggal 25 Oktober 2008 jam 19:13.

²⁷ Dow Jones. "S.E.C Extends Ban on Short-Selling," <<http://www.nytimes.com/2008/10/02/business/02short.html?pagewanted=print>> 2 Oktober 2008 diakses tanggal 25 Oktober 2008 jam 19:14.

Tulisan ini dimaksudkan penulis untuk menerangkan aspek legalitas transaksi efek *short-selling* pada masa krisis finansial 2008 berkaitan dengan tindakan hukum otoritas bursa sebagai perlindungan terhadap stabilitas pasar modal di Indonesia dengan menggunakan studi kasus Penghentian Sementara Perdagangan Bursa Efek Indonesia pada 8-10 Oktober 2008.

1.2. Perumusan Masalah

Selama dua dekade terakhir, belum pernah dalam sejarah ekonomi Indonesia Bursa Efek Indonesia ditutup sampai lebih dari satu hari. Penutupan bursa ini telah menimbulkan banyak dampak, baik riil maupun yang masih berupa kemungkinan bagi kalangan pelaku bursa dan masyarakat umum. Terlebih lagi karena pengaruh krisis finansial yang melatari pengambilan kebijakan tersebut. Langkah tersebut menimbulkan polemik di kalangan awam dan pelaku pasar modal karena mempertanyakan keabsahan transaksi efek *short-selling* di mata hukum Indonesia sekaligus bentuk penindakannya apabila tindakan tersebut dianggap pelanggaran dalam kegiatan pasar modal.

Penulis berpendapat aspek-aspek di atas menarik untuk diteliti dalam tulisan ini. Maka, berkaitan dengan hal tersebut di atas, Pokok-pokok permasalahan yang hendak diajukan penulis antara lain, adalah:

- 1.2.1 Bagaimana aspek legalitas pelaksanaan transaksi efek *short-selling* pada saat krisis finansial?
- 1.2.2. Bagaimana bentuk perlindungan dari otoritas bursa, yaitu PT. Bursa Efek Indonesia dan Bapepam-LK terhadap stabilitas bursa terkait dengan indikasi transaksi efek *short-selling* yang mendorong terjadinya penurunan sangat tajam harga saham secara keseluruhan di Bursa Efek Indonesia tanggal 6-8 Oktober 2008?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan-tujuan yang hendak dicapai penulis melalui pembahasan penulisan ini akan disesuaikan dengan judul penulisan dan permasalahan yang akan dibahas dalam tulisan ini, yaitu:

Tujuan umum dari tulisan ini adalah untuk memberi informasi dan pengetahuan umum kepada pelaku usaha dan masyarakat umum mengenai aspek permasalahan hukum yang dapat terjadi dalam penutupan bursa ditinjau dari dampak kepentingan investor dan kewajiban Bapepam untuk melindungi kepentingan investor.

Selain itu, tujuan khusus dari tulisan ini adalah:

- 1.3.1. Mengetahui aspek legalitas pelaksanaan transaksi efek *short-selling* pada saat krisis finansial.
- 1.3.2. Mengetahui bentuk perlindungan dari otoritas bursa, yaitu PT. Bursa Efek Indonesia dan Bapepam-LK terhadap stabilitas bursa terkait dengan indikasi transaksi efek *short-selling* yang mendorong terjadinya penurunan sangat tajam harga saham secara keseluruhan di Bursa Efek Indonesia tanggal 6-8 Oktober 2008.

1.4. Manfaat Penelitian

1.4.1. Secara Teoritis

Penulis mengharapkan penelitian ini dapat bermanfaat bagi pengembangan ilmu-ilmu hukum tentang kegiatan ekonomi, khususnya Ilmu Hukum Pasar Modal dan Ilmu Hukum Perseroan Terbatas.

1.4.2. Secara Praktis

Penulis mengharapkan penelitian ini dapat bermanfaat bagi pembaca, baik awam maupun Praktisi Hukum, khususnya Praktisi Hukum Pasar Modal sebagai acuan dan kajian dalam menyiapkan strategi upaya hukum bagi kepentingan kliennya yang merupakan investor yang bergerak di Bursa Efek Indonesia terkait dengan penghentian sementara perniagaan yang disebabkan oleh masalah moneter global.

1.5. Batasan Penelitian

Penulis membatasi fokus penelitian agar dapat mempersempit pengkajian masalah dan mempertajam pembahasan dalam penelitian ini. Adapun batasan-batasan tersebut adalah:

1.5.1. Batasan Subjek Penelitian

Subjek penelitian ini hanya dibatasi pada unsur investor yang merupakan pelaku bursa di Bursa Efek Indonesia, PT. Bursa Efek Indonesia dan Bapepam sebagai instansi-instansi yang berwenang dan berfungsi melindungi investor yang merupakan pelaku bursa di Bursa Efek Indonesia.

1.5.2. Batasan Objek Penelitian

Objek penelitian ini hanya dibatasi pada aspek hukum transaksi *short-selling* dan bentuk penindakan atas tindakan perdagangan saham yang dianggap pelanggaran pasar modal berupa penghentian sementara perdagangan di Bursa Efek Indonesia.

1.6. Definisi Operasional

Penyelenggaraan Pasar Modal tidak terlepas dari partisipasi pihak-pihak yang terkait di dalamnya. Pasal 1 Undang-Undang Pasar Modal merumuskan pihak-pihak tersebut sebagaimana dipaparkan di bawah ini, yaitu:

1.6.1. Anggota Bursa Efek

Anggota Bursa Efek adalah Perantara Pedagang Efek yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam dan mempunyai hak untuk mempergunakan sistem dan atau sarana Bursa Efek sesuai dengan peraturan Bapepam.²⁸

1.6.2. Biro Administrasi Efek

Biro Administrasi Efek adalah Pihak yang berdasarkan kontrak dengan Emiten melaksanakan pencatatan pemilikan efek dan pembagian hak yang berkaitan dengan efek.²⁹

1.6.3. Bursa Efek

Bursa Efek didefinisikan sebagai Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual

²⁸ *Ibid.* hal. 291-292.

²⁹ *Ibid.* hal. 292.

dan beli Efek Pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek di antara mereka.³⁰

1.6.4. Efek

Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap derivatif dari Efek³¹.

1.6.5. Emiten

Emiten adalah Pihak yang melakukan Penawaran Umum.³²

1.6.6. Informasi atau Fakta Material

Informasi atau Fakta Material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga Efek pada Bursa Efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau Pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.³³

1.6.7. Kustodian

Kustodian adalah Pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan Efek serta jasa lain, termasuk menerima deviden, bunga, dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi Efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.³⁴

1.6.8. Lembaga Kliring dan Penjaminan Simpanan

Lembaga Kliring dan Penjaminan Simpanan adalah Pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjamin penyelesaian Transaksi Bursa.³⁵

³⁰ *Ibid.*

³¹ *Ibid.*

³² *Ibid.*

³³ *Ibid.* hal. 292 - 293

³⁴ *Ibid.* hal. 293.

³⁵ *Ibid.*

1.6.9. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian

Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian adalah Pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjamin penyelesaian Transaksi Bursa.³⁶

1.6.10. Manajer Investasi

Manajer Investasi adalah Pihak yang kegiatan usahanya mengelola Portofolio Efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pension, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.³⁷

1.6.11. Menteri

Menteri adalah Menteri Keuangan Republik Indonesia.³⁸

1.6.12. Pasar Modal

Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.³⁹

1.6.13. Penitipan Kolektif

Penitipan Kolektif adalah jasa penitipan atas Efek yang dimiliki bersama oleh lebih dari satu Pihak yang kepentingannya diwakili oleh Kustodian.⁴⁰

1.6.14. . Perantara Pedagang Efek

Perantara Pedagang Efek adalah Pihak yang melakukan kegiatan usaha jual beli Efek untuk kepentingan sendiri atau Pihak lain.⁴¹

³⁶ *Ibid.*

³⁷ *Ibid.* hal. 293 – 294.

³⁸ *Ibid.* hal. 294.

³⁹ *Ibid.*

⁴⁰ *Ibid.*

⁴¹ *Ibid.*, hal. 295.

1.6.15. Perusahaan Efek

Perusahaan Efek adalah Pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin Emisi Efek, Perantara Pedagang Efek, dan atau Manajer Investasi⁴².

1.6.16. Perusahaan Publik

Perusahaan Publik adalah Perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 (tiga ratus) pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp3.000.000.000,00 (tiga miliar rupiah) atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah.⁴³

1.6.17. Pihak

Pihak adalah orang perseorangan, perusahaan, usaha bersama, asosiasi, atau kelompok yang terorganisasi.⁴⁴

1.6.18. Portofolio Efek

Portofolio Efek adalah kumpulan Efek yang dimiliki oleh Pihak.⁴⁵

1.6.19. Prinsip Keterbukaan

Prinsip Keterbukaan adalah pedoman umum yang mensyaratkan Emiten, Perusahaan Publik, dan Pihak lain yang tunduk pada Undang-undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh Informasi Material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap Efek dimaksud dan atau harga dari Efek tersebut.⁴⁶

1.6.20. Transaksi Bursa

Transaksi Bursa adalah kontrak yang dibuat oleh Anggota Bursa Efek sesuai dengan persyaratan yang ditentukan oleh Bursa Efek mengenai jual beli

⁴² *Ibid.*

⁴³ *Ibid.*

⁴⁴ *Ibid.*

⁴⁵ *Ibid.* hal. 296.

⁴⁶ *Ibid.*

Efek, pinjam meminjam Efek, atau kontrak lain mengenai Efek atau harga Efek.⁴⁷

1.6.21. Unit Penyertaan

Unit Penyertaan adalah satuan ukuran yang menunjukkan bagian kepentingan setiap Pihak dalam portofolio investasi kolektif.⁴⁸

1.6.22. Kondisi Pasar Yang Berpotensi Krisis

Kondisi Pasar Yang Berpotensi Krisis adalah kondisi pasar dimana indeks harga saham gabungan pada Bursa Efek di Indonesia mengalami penurunan yang signifikan dalam jangka waktu paling kurang 20 (dua puluh) hari bursa akibat kondisi perekonomian yang tidak mendukung pergerakan harga pasar Efek yang wajar dan dapat bersifat sistemik.⁴⁹

1.6.23. Transaksi *Short-selling*

Transaksi *Short-selling* adalah transaksi penjualan Efek dimana Efek yang dimaksud tidak dimiliki oleh penjual pada saat transaksi dilaksanakan.⁵⁰

1.6.24. Posisi *Short*

Saldo Efek dalam Buku Pembantu Efek yang menunjukkan jumlah efek yang dijual oleh Perusahaan Efek untuk kepentingannya sendiri atau kepentingan Nasabah, tetapi pada saat Efek tersebut dijual Efek dimaksud belum dimiliki oleh Perusahaan Efek atau belum diserahkan oleh Nasabah kepada Perusahaan Efek.⁵¹

1.6.25. Posisi *Long*

Saldo Efek dalam Buku Pembantu Efek yang menunjukkan jumlah efek yang dimiliki oleh Perusahaan Efek atau Nasabah.⁵²

⁴⁷ *Ibid.*

⁴⁸ *Ibid.*

⁴⁹ Indonesia, *Peraturan tentang Pembelian Kembali Saham Emiten Atau Perusahaan Publik Saham Dalam Kondisi Pasar Yang Berpotensi Krisis yang ditetapkan tanggal 9 Oktober 2008*, Peraturan Bapepam-LK XI.B.3, Pasal 1.

⁵⁰ Indonesia, *Peraturan tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi Short-Selling Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 dan disempurnakan tanggal 30 Juni 2008*. Peraturan Bapepam-LK V.D.6, Pasal 1 huruf l.

⁵¹ *Ibid.*

⁵² *Ibid.*

1.7. Model Operasional Penulisan

Dalam tulisan ini, penulis membagi pembahasan dalam sistematika sebagaimana di bawah ini:

1.7.1. BAB 1 Pendahuluan

Dalam bab ini penulis menguraikan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian, definisi operasional, dan model operasional penulisan.

1.7.2. BAB 2 Teori Dasar Perdagangan Di Bursa Efek

Dalam bab ini penulis menguraikan tinjauan kepustakaan dan kerangka konseptual mengenai bursa efek, aturan-aturan otoritas bursa dan pasar modal yang terkait dengan perdagangan dan pengawasan, mekanisme perdagangan saham di bursa efek, dan konsep *short-selling* dalam perdagangan di bursa.

1.7.3. BAB 3 Metode Penelitian Hukum

Dalam bab ini penulis menguraikan metode penelitian yang ditempuh penulis dalam penyusunan laporan penelitian yang dipaparkan dalam tulisan ini.

1.7.4. Bab 4 Analisis Aspek Legalitas Transaksi Efek *Short-selling* Pada Masa Krisis Keuangan Dengan Studi Kasus Penghentian Sementara Perdagangan Bursa Efek Indonesia Tanggal 8-10 Oktober 2008 Terkait Indikasi Transaksi Efek *Short-selling* Yang Memicu Penurunan Harga Secara Tajam.

Dalam bab ini penulis membahas mendalam mengenai studi kasus Penghentian Sementara Perdagangan Bursa Efek Indonesia pada 8-10 Oktober 2008 menyusul reaksi pasar yang irasional karena *short-selling* dan *panic selling* sebagai reaksi terhadap krisis keuangan global.

1.7.5. BAB 5 Penutup

Bab ini mencakup jawaban atas pokok-pokok permasalahan, kesimpulan, dan saran-saran penulis sebagai penutup dari tulisan ini.

BAB 2

TEORI DASAR PERDAGANGAN EFEK DI BURSA EFEK

2.1. TINJAUAN UMUM BURSA EFEK

Bursa Efek terlahir dari dorongan kepentingan pelaku pasar modal akan suatu tempat yang dapat memwadahi transaksi jual-beli instrumen pasar modal yang mereka lakukan. Untuk memasuki bahasan mengenai Bursa Efek, terlebih dahulu penulis memperkenalkan rumusan Pasar Modal.

Terdapat banyak pengertian yang dapat dirumuskan mengenai pasar modal itu sendiri. Menurut P3E Semarang, 1989, Pasar Modal adalah sarana yang mempertemukan antara pihak yang memiliki kelebihan dana (*surplus fund*) dengan pihak yang kekurangan dana (*deficit fund*), di mana dana yang diperdagangkan merupakan dana jangka panjang.⁵³

Namun, Hinsa Siahaan, 1990, mendefinisikan Pasar Modal sebagai,

“...Pasar yang menyediakan sumber pembelanjaan dengan jangka waktu yang lebih panjang, yang diinvestasikan pada barang modal untuk menciptakan dan memperbanyak alat-alat produksi, yang pada akhirnya akan menciptakan pasar kerja dan meningkatkan kegiatan perekonomian yang sehat⁵⁴...”

Lain halnya dengan pendapat Irsan Nasarudin dan Indra Surya dalam bukunya yang berjudul “*Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*”,

“...Pasar Modal dapat didefinisikan sebagai pasar yang memperjualbelikan berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri yang diterbitkan perusahaan swasta...”⁵⁵

Penjelasan Irsan Nasarudin dan Indra Surya sejalan dengan pengertian Rusdin dalam bukunya berjudul “*Pasar Modal : Teori, Masalah, dan Kebijakan*

⁵³ Pandji Anoraga dan Piji Pakarti, *Pengantar Pasar Modal*, Cet. 5, (Jakarta : PT Asdi Mahasatya, 2006), hal. 23.

⁵⁴ *Ibid.*

⁵⁵ Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Cet.3, (Jakarta : Kencana Prenada Media Group, 2006), hal. 291.

dalam Praktek “ yang memaparkan Pasar Modal merupakan kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek⁵⁶.

Titik temu definisi-definisi di atas dapat ditemukan dalam definisi yang dirumuskan A. Abdurrahman, 1991, yaitu Pasar Modal merupakan suatu tempat atau sistem bagaimana caranya dipenuhinya kebutuhan-kebutuhan dana untuk capital suatu perusahaan, merupakan pasar tempat orang membeli dan menjual surat efek yang baru dikeluarkan.⁵⁷

Departemen Keuangan RI menyatakan bahwa Pasar Modal memainkan peranan penting dalam perkembangan suatu Negara karena mempunyai fungsi-fungsi sebagai berikut.⁵⁸

1. Sarana untuk menghimpun dana-dana masyarakat untuk disalurkan ke dalam kegiatan-kegiatan yang produktif;
2. Sumber pembiayaan yang mudah, murah, dan cepat bagi dunia usaha dan pembangunan nasional;
3. Mendorong terciptanya kesempatan berusaha dan sekaligus menciptakan kesempatan kerja;
4. Mempertinggi efisiensi alokasi sumber produksi;
5. Memperkokoh beroperasinya mekanisme *financial market* dalam menata sistem moneter , karena pasar modal dapat menjadi sarana “*open market operation*” sewaktu-waktu diperlukan oleh Bank Sentral;
6. Menekan tingginya tingkat suku bunga menuju suatu “*rate*” yang *reasonable*;
7. Sebagai alternatif investasi bagi para pemodal.

Instrumen yang diperdagangkan oleh pelaku pasar modal di Bursa Efek adalah surat berharga yang dikenal dengan nama Efek. Masing-masing surat

⁵⁶ Rusdin, *Pasar Modal : Teori, Masalah, dan Kebijakan dalam Praktek*, Cet.1, (Bandung : Alfabeta, 2006), hal. 1.

⁵⁷ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern : Tinjauan Hukum – Buku Kesatu*, Cet. 2, (Bandung : PT Citra Aditya Bakti, 2001), hal. 10.

⁵⁸ *Ibid.* hal. 11-12.

berharga yang diperdagangkan mempunyai karakter yuridis sendiri-sendiri dan diatur oleh peraturan dan ketentuan yang berbeda-beda.⁵⁹

Munir Fuady mengategorikan efek-efek yang diperdagangkan di Bursa Efek sebagai berikut:⁶⁰

1. Efek Penyertaan

Efek Penyertaan adalah efek yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk ikut serta ke dalam ekuiti suatu perusahaan, yakni menjadi pemegang saham dari perusahaan yang bersangkutan. Instrumen yang termasuk efek penyertaan adalah :

- a. saham-saham dengan berbagai jenisnya;
- b. derivatifnya seperti bukti *right*, *warran*, opsi (*put* atau *call*);
- c. unit pernyataan kontrak investasi kolektif;
- d. kontrak berjangka atas efek.

2. Efek Hutang

Efek Hutang adalah efek dimana penerbitnya (*issuer*) mengeluarkan/menjual surat hutang dengan kewajiban menebus kembali suatu masa nanti sesuai kesepakatan di antara para pihak. Hutang tersebut disertai bunga, yang dapat dihitung secara diskon (*discount rate*) maupun dihitung dengan bunga biasa (*interest bearing*). Penghitungan bunga secara diskon sering dipraktikkan terhadap efek di pasar modal. Instrumen yang termasuk efek hutang adalah :

- a. Obligasi;
- b. *Commercial Paper*;
- c. Surat Pengakuan Hutang;
- d. Bukti Hutang.

3. Efek Konversi (Semi Ekuiti)

Efek Konversi adalah efek yang sebenarnya efek hutang tetapi kemudian pada saat yang telah ditentukan dapat menukarkan efek hutang dengan

⁵⁹ *Ibid.* hal. 6.

⁶⁰ *Ibid.* hal. 7

efek penyertaan. Pertukaran ini dapat diwajibkan maupun atas pilihan pemegang efek yang bersangkutan. Ini yang disebut “obligasi konversi”.

4. Efek Derivatif

Efek Derivatif adalah efek yang merupakan turunan dari Efek lainnya, dimana nilainya sebagai instrumen keuangan didasarkan pada nilai surat berharga lainnya (*underlying securities*).

Berdasarkan bentuknya, Mohammad Samsul menjelaskan Efek terbagi menjadi beberapa jenis sebagai berikut:⁶¹

1. Saham, yaitu tanda bukti memiliki perusahaan dimana pemiliknya juga disebut sebagai pemegang saham (*shareholder* atau *stockholder*). Bukti bahwa suatu pihak dapat dianggap sebagai pemegang saham adalah apabila pihak tersebut sudah tercatat sebagai pemegang saham dalam Daftar Pemegang Saham. Daftar Pemegang Saham diperlihatkan beberapa hari sebelum Rapat Umum Pemegang Saham diselenggarakan dan dapat diakses publik. Bukti bahwa suatu pihak adalah pemegang saham juga dapat dilihat pada halaman belakang lembar saham apakah namanya sudah diregistrasi atau belum. Saham sendiri dibagi menjadi dua macam, yaitu:
 - i. Saham Preferen, yaitu jenis saham yang memiliki hak terlebih dahulu untuk menerima laba dan memiliki laba kumulatif. Hak kumulatif adalah hak untuk mendapatkan laba yang tidak dibagikan pada suatu tahun yang mengalami kerugian, tetapi akan dibayar pada tahun yang mengalami keuntungan.
 - ii. Saham Biasa, yaitu jenis saham yang akan menerima laba setelah laba bagian saham preferen dibagikan. Menurut Robbert Ang, 1997, Saham Biasa (*common stock*) atau yang sering disebut sebagai Saham adalah surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi atas suatu perusahaan. Saham Biasa adalah instrumen saham yang sering diperjual-belikan di Bursa Efek.

⁶¹ Mohammad Samsul, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Cet.1, (Jakarta : Penerbit Erlangga, 2006), hal. 45.

2. Obligasi, yaitu tanda bukti perusahaan yang memiliki hutang jangka panjang kepada masyarakat, yaitu di atas tiga tahun.
3. Bukti *Right*, adalah hak untuk membeli saham pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. Harga disini berarti harganya sudah ditetapkan di muka dan bisa disebut harga pelaksanaan atau harga tebusan (*strike price* atau *exercise price*). Sementara jangka waktu tertentu diartikan sebagai kurang dari enam bulan sejak diterbitkannya saham tersebut.
4. Bukti Waran, yaitu hak untuk membeli saham pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. Perbedaannya dengan *right*, jangka waktu waran lebih lama ketimbang *right*. Jangka waktu waran umumnya ditetapkan setelah 6 bulan, atau setelah 3 tahun, 5 tahun, atau 10 tahun.
5. Indeks saham adalah angka indeks yang diperdagangkan untuk tujuan spekulasi dan lindung nilai (*hedging*). Indeks saham diperdagangkan secara berjangka, dengan mekanisme perdagangan produk ini secara *future* dan *option*.
6. Indeks obligasi adalah angka indeks yang diperdagangkan untuk tujuan spekulasi dan lindung nilai (*hedging*). Indeks obligasi diperdagangkan secara berjangka, dengan mekanisme perdagangan produk ini secara *future* dan *option*.

Memasuki pembahasan mengenai rumusan Bursa Efek, Hendy M. Fakhruddin menyatakan bahwa Bursa Efek adalah lembaga yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli Efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek di antara pelaku pasar.⁶²

2.2.TINJAUAN HISTORIS BURSA EFEK DI INDONESIA DAN PENGABUNGANNYA

Berdasarkan buku *Effectengids* terbitan *Verreniging voor den Effectenhandel* tahun 1939, kegiatan jual-beli saham dan obligasi para investor

⁶² Fakhruddin. *op.cit.* hal. 28.

yang berada di Hindia Belanda sudah berlangsung sejak 1880.⁶³ Namun maraknya perkembangan transaksi efek ini belum didukung dengan adanya wadah dan fasilitator yang layak.

Efek yang paling banyak diperdagangkan saat itu adalah efek dari perusahaan-perusahaan perkebunan Belanda dan milik kalangan Eropa yang berada di Hindia Belanda. Sementara investor dan emiten berasal dari dalam dan luar Hindia Belanda.

Kenyataan ini membuat Bursa Efek Amsterdam (*Amsterdamse Effectenbueurs*) prihatin. Bursa Efek Amsterdam sendiri merupakan bursa efek tertua di dunia karena didirikan tahun 1611.⁶⁴

Pada saat itu Bursa Efek Amsterdam merupakan salah satu bursa efek terbesar di dunia dengan objek utama adalah keuntungan dari eksploitasi dan eksplorasi sumber daya alam dan perkebunan di Hindia Belanda. Oleh karena itu, sangat disayangkan oleh pihak Bursa Efek Amsterdam bila perdagangan efek di Hindia Belanda tidak ditopang oleh organisasi yang resmi.

Sebagai langkah awal, Bursa Efek Amsterdam mendirikan Bursa Efek Batavia sebagai cabangnya pada tanggal 14 Desember 1912. Kemudian *Verreniging voor den Effectenhandel* dibentuk menjadi penyelenggara bursa tersebut. Dengan langkah pendirian ini, Bursa Efek Batavia menjadi bursa efek keempat tertua di Asia setelah Bursa Efek Bombay yang didirikan tahun 1830, Bursa Efek Hongkong yang didirikan tahun 1871, dan Bursa Efek Tokyo yang didirikan tahun 1878.⁶⁵

Dalam perkembangannya, kehadiran Bursa Efek Batavia meningkatkan jenis dan jumlah efek yang diperjualbelikan pelaku bursa di Hindia Belanda. Obligasi terbitan pemerintah pusat Hindia Belanda, obligasi terbitan pemerintah kotapraja Hindia Belanda, sertifikat-sertifikat saham perusahaan Belanda yang juga diperjualbelikan di Negara Belanda, bahkan sertifikat-sertifikat saham perusahaan Amerika Serikat.

⁶³ Jasso Winarto, ed., “*Pasar Modal Indonesia : Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*”, Cet. 1, (Jakarta : PT Jayakarta Agung Offset, 1997), hal. 4 .

⁶⁴ *Ibid.* hal. 2.

⁶⁵ *Ibid.* hal. 5.

Perkembangan ekonomi Amerika Serikat yang berkembang sangat pesat pada abad ke-19 dan awal abad ke-20 membuat sertifikat saham perusahaan-perusahaan asal Amerika Serikat ramai diperjualbelikan di berbagai bursa efek di seluruh dunia. Sertifikat-sertifikat saham perusahaan Amerika Serikat yang berhasil masuk dalam perdagangan bursa di Bursa Efek Batavia berasal dari *ACF Industry, American Motors, Anaconda Copper, dan Bethlehem Steel*.⁶⁶

Namun, selang dua tahun sesudah peresmiannya Bursa Efek Batavia ditutup sampai tahun 1918. Penutupan sementara ini disebabkan Perang Dunia Pertama yang melanda Eropa dan berpengaruh besar terhadap kebijakan politik Pemerintah Belanda⁶⁷.

Bursa Efek di Batavia dibuka kembali selama tahun 1925 sampai tahun 1942. Pemerintah Hindia Belanda juga membuka Bursa Efek di Surabaya pada tanggal 11 Januari 1925 dan Bursa Efek di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925⁶⁸. Pendirian Bursa Efek Surabaya ditandai dengan pendirian *Verreniging voor den Effectenhandel te Soerabaja*.⁶⁹

Dari ketiga bursa yang dibuka di Hindia Belanda, Bursa Efek Batavia merupakan yang terbesar. Seluruh anggota bursa pada masa itu merupakan perusahaan swasta Belanda dan perusahaan swasta milik golongan Eropa lainnya. Investor mayoritas berasal dari golongan Eropa termasuk Belanda, golongan Timur Asing seperti Arab dan Cina. Golongan pribumi yang aktif di bursa masih minim karena keadaan ekonomi dan sosial kebanyakan golongan pribumi kurang mendukung.

Meski perdagangan bursa marak, terdapat satu kekurangan yang vital pada bursa-bursa bentukan Bursa Efek Amsterdam. Bila dilihat dari perspektif pasar modal modern, kekurangan bursa bentukan Bursa Efek Amsterdam adalah tidak adanya ada yang akurat mengenai perdagangan efek saat itu. Kekurangan tersebut terjadi baik di dalam bursa lokal maupun yang diperdagangkan di Bursa Efek

⁶⁶ *Ibid.*

⁶⁷ BEI, "Sejarah BEI", <<http://www.idx.co.id/MainMenu/TentangBEI/History/tabid/61/lang/id-ID/language/id-ID/Default.aspx>>, diakses pada tanggal 20 Oktober 2008 jam 16.05.

⁶⁸ Anoraga dan Pakarti. *op.cit.* hal. 94.

⁶⁹ Winarto. *op.cit.* hal. 8.

Amsterdam. Sistem perdagangan bursa saham pada saat itu disebut *call effect*, karena sistem perdagangan yang digunakan mirip lelang.⁷⁰

Menurut E.A.Koetin, hingga pecah Perang Dunia II perdagangan efek benar-benar bebas. Pencatatan di bursa hanya sebagai indikator kurs.⁷¹ Namun tampaknya keadaan tersebut tidak menjadi masalah besar bagi pelaku bursa saat itu, karena tidak ada perbaikan sistem penyediaan informasi hingga pasca-Perang Dunia II.

Masa damai tersebut tidak berlangsung lama. Pada awal tahun 1939, Bursa Efek di Semarang dan Bursa Efek di Surabaya ditutup karena meledaknya Perang Dunia Kedua. Sebagai langkah susulan, Bursa Efek di Batavia juga ditutup kembali selama tahun 1942 sampai dengan tahun 1952. Pada tahun-tahun tersebut, peralihan kekuasaan dari Pemerintah Hindia Belanda ke Pemerintah Jepang yang kemudian beralih lagi ke Pemerintah Republik Indonesia pada tahun 1945 menyebabkan situasi politik tidak kondusif bagi perkembangan pasar modal di Indonesia.⁷²

Pada tahun 1952, Bursa Efek di Jakarta diaktifkan kembali dengan mengeluarkan Undang-Undang Darurat No. 13 Tahun 1951, yang kemudian ditetapkan menjadi Undang-Undang No. 15 Tahun 1952 tentang Bursa.⁷³

Pengaktifan Bursa Efek tersebut tidak lepas dari campur tangan Menteri Kehakiman Republik Indonesia saat itu, Lukman Wiradinata, dan Menteri Keuangan Republik Indonesia saat itu, Prof.DR. Sumitro Djojohadikusumo. Obligasi Pemerintah RI yang diterbitkan tahun 1950 menjadi satu-satunya instrumen yang diperdagangkan dalam Bursa Efek di Jakarta.⁷⁴

Perkembangan Bursa Efek di Indonesia menurun dan kembali vakum pada tahun 1956 sampai tahun 1977.⁷⁵ Antara lain disebabkan maraknya program

⁷⁰ *Ibid.* hal. 9.

⁷¹ *Ibid.* hal. 8.

⁷² BEI. *op.cit.*

⁷³ Anoraga dan Pakarti. *op.cit.* hal. 94.

⁷⁴ BEI. *op.cit.*

⁷⁵ *Ibid.*

nasionalisasi perusahaan-perusahaan milik asing yang sudah ada sejak jaman kolonialisme Belanda oleh Pemerintah Republik Indonesia. Program nasionalisasi tersebut menyebabkan banyak reaksi negatif dari kalangan pengusaha di Eropa yang berimbas pada ketidakaktifan pergerakan Bursa Efek di Indonesia.

Keadaan pasar modal tersebut tidak menguntungkan perekonomian Indonesia. Oleh karenanya, pada tanggal 10 Agustus 1977, bursa efek di Indonesia dibuka kembali oleh Presiden RI H. M. Soeharto dengan nama BURSA EFEK JAKARTA karena bertempat di Jakarta.⁷⁶ Dengan peresmian tersebut, tanggal 10 Agustus diperingati setiap tahunnya sebagai HUT Pasar Modal. Emiten pertama yang tercatat di Bursa Efek Jakarta adalah PT Semen Cibinong. Perusahaan tersebut mencatatkan diri setelah melangsungkan proses peralihan menjadi perusahaan terbuka (*go public*).⁷⁷

Dalam struktur organisasinya, Bursa Efek Jakarta berada di bawah naungan Badan Pelaksana Pasar Modal, atau yang disingkat sebagai BAPEPAM. Selama satu dekade sesudahnya, jumlah emiten yang tercatat di Bursa Efek Jakarta baru mencapai dua puluh empat. Pada periode sekitar tahun 1977 sampai tahun 1987, masyarakat lebih memilih instrumen perbankan dibandingkan instrumen pasar modal.⁷⁸ Sehingga sentiment pasar rendah.

Pemerintah RI kemudian meluncurkan Paket Desember 1987 atau yang dikenal sebagai PAKDES 87.⁷⁹ Paket kebijakan tersebut dimaksudkan memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk melakukan Penawaran Umum. Bahkan bagi investor asing yang menanam modal di Indonesia.

PAKDES 1987 disusul dengan paket deregulasi di bidang perbankan dan Pasar Modal pada tahun 1988 sampai tahun 1990. Terjadi peningkatan yang signifikan pada aktivitas Bursa Efek Jakarta dengan masuknya pelaku bursa dari luar negeri.

⁷⁶ *Ibid.*

⁷⁷ Anoraga dan Pakarti. *op.cit.* hal. 95.

⁷⁸ BEI. *op.cit.*

⁷⁹ Nasarudin dan Surya. *op.cit.* hal. 71-72.

Pemerintah juga membuat gebrakan baru melalui PAKDES 1987 dengan mulai memperkenalkannya Bursa Paralel Indonesia (BPI) pada tanggal 2 Juni 1988 sebagai arena perdagangan efek bagi perusahaan-perusahaan kecil dan menengah. BPI dikelola oleh Persatuan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE). Anggota BPI terdiri dari *broker* dan *dealer*.⁸⁰ Meskipun demikian, Bursa Paralel Indonesia baru resmi berdiri tanggal 2 April 1991.⁸¹

Setelah PAKDES 1987, Pemerintah RI mengeluarkan Paket Oktober 1988 (PAKTO 1988) yang berisi terobosan-terobosan penting dalam meningkatkan gairah di kalangan perbankan dan diharapkan berpengaruh tak langsung ke pasar modal dengan hasil yang signifikan. Antara lain pengenaan pajak penghasilan atas bunga deposito berjangka, sertifikat deposito, dan tabungan; pemberian kredit kepada nasabah perorangan tidak lebih dari 20% dari modal sendiri bank pemberi kredit; pemberian kredit kepada nasabah grup tidak lebih dari 50% modal sendiri bank pemberi kredit; dan penetapan persyaratan modal minimum pendirian bank umum swasta, bank pembangunan swasta nasional, dan bank campuran.⁸²

Pada bulan Desember 1988, Paket Desember 88 (PAKDES II) diluncurkan Pemerintah RI. Pokok dari paket kebijakan ini dimaksudkan memberikan kemudahan perusahaan untuk *go public*. Selain itu, PAKDES II juga menawarkan beberapa kebijakan lain yang positif bagi pertumbuhan pasar modal. Antara lain, pemberian kesempatan kepada swasta mendirikan dan menyelenggarakan bursa di luar Jakarta dan pemberian kesempatan untuk mencatatkan seluruh saham yang telah ditempatkan dan disetor penuh di bursa (*company listing*).⁸³

Setelah melihat perkembangan Bursa Efek Jakarta cukup stabil setelah peluncuran PAKDES II, maka Bursa Efek Surabaya dibuka pada tanggal 16 Juni 1989 di Surabaya.⁸⁴ Berbeda dengan Bursa Efek Jakarta yang dikelola langsung

⁸⁰ BEI. *op.cit.*

⁸¹ Nasarudin dan Surya. *op.cit.* hal. 73.

⁸² *Ibid.* hal. 72.

⁸³ *Ibid.*

⁸⁴ BEI. *op.cit.*

oleh BAPEPAM, Bursa Efek Surabaya berada di bawah pengelolaan PT Bursa Efek Surabaya yang berbadan hukum swasta.

Bursa Efek Surabaya berkembang dengan baik di bawah PT Bursa Efek Surabaya. Berkaca dari keberhasilan tersebut, Pemerintah RI kemudian melirik prospek swastanisasi Bursa Efek Jakarta untuk meningkatkan performanya. Selain itu, Pemerintah merasa penting dibentuknya instansi pengawas pasar modal yang berwenang atas kedua Bursa Efek tersebut.

Langkah tersebut direalisasikan pada tanggal 13 Juli 1992 dengan meresmikan swastanisasi Bursa Efek Jakarta sekaligus mendirikan PT Bursa Efek Indonesia sebagai pelaksana bursa.⁸⁵ Tanggal tersebut kemudian diperingati setiap tahunnya sebagai HUT BEJ karena terjadinya perubahan-perubahan yang fundamental pada jati diri Bursa Efek Jakarta.

Sebelumnya, pada tahun 1991 BAPEPAM sudah berubah menjadi Badan Pengawas Pasar Modal melalui Keputusan Menteri Keuangan No. 1199/KMK.010/1991.⁸⁶ Sehingga sejak berlakunya Keputusan Menteri Keuangan tersebut secara de jure tidak selayaknya lagi BAPEPAM menjadi pelaksana bursa karena adanya perubahan fungsi organisasinya.

Pada tahun 1995, banyak perubahan yang terjadi di pasar modal Indonesia. Diawali dengan pelaksanaan sistem otomasi perdagangan di BEJ dengan menggunakan sistem computer JATS (Jakarta Automated Trading Systems) pada tanggal 22 Mei 1995.⁸⁷ Kemudian diikuti dengan penggabungan Bursa Paralel dengan PT Bursa Efek Surabaya pada tanggal 22 Juli 1995.⁸⁸

Perubahan terakhir pada tahun 1995 adalah disahkannya Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal pada tanggal 10 November 1995.⁸⁹ Undang-Undang tersebut mulai diberlakukan mulai 1 Januari 1996 dan dilengkapi dengan Peraturan Pemerintah No. 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan

⁸⁵ Nasarudin dan Surya. *op.cit.* hal. 73.

⁸⁶ *Ibid.* hal. 72.

⁸⁷ BEI. *op.cit.*

⁸⁸ Nasarudin dan Surya. *op.cit.* hal. 73.

⁸⁹ BEI. *op.cit.*

Kegiatan di Bidang Pasar Modal dan Peraturan Pemerintah No. 46 Tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal.⁹⁰

Dengan dijalankannya sistem otomasi perdagangan di Bursa Efek Jakarta, secara teknis pasar modal Indonesia menjadi dimudahkan untuk mengikuti perkembangan mekanisme perdagangan bursa. Antara lain dengan pengaplikasian sistem Perdagangan Tanpa Warkat (*scripless trading*) pada tahun 2000 dan pengaplikasian sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*) pada tahun 2002 di Bursa Efek Jakarta.⁹¹

Pada tanggal 30 November 2007, Bursa Efek Surabaya melakukan penggabungan ke Bursa Efek Jakarta.⁹² Hasil dari merger kedua bursa efek tersebut membentuk lembaga baru yaitu Bursa Efek Indonesia (BEI).

Bursa Efek Indonesia memulai operasional pertama pada tanggal 3 Desember 2007. Agar pelaksanaan merger ini tidak mengganggu operasional bursa, implementasi merger dilakukan secara bertahap. Pada tahap pertama, setelah merger efektif perdagangan saham disatukan di Jakarta Automated Trading System (JATS). Sedangkan untuk perdagangan produk-produk eks-Bursa Efek Surabaya lainnya tetap dilaksanakan dengan menggunakan sistem dan aturan eks-Bursa Efek Surabaya.⁹³

Tahap kedua dilakukan pada tanggal 26 Desember 2007 dengan memindahkan mesin-mesin eks-Bursa Efek Surabaya ke lokasi yang sama dengan JATS sehingga secara teknis operasional telah menjadi satu.⁹⁴

Tahap ketiga adalah pemindahan karyawan eks BES dari gedung Bapindo ke Gedung Bursa Efek Indonesia pada awal Februari 2008. Dari sisi SDM, saat ini tengah dilakukan harmonisasi antar karyawan, perancangan sistem SDM masa

⁹⁰ Nasarudin dan Surya. *op.cit.* hal. 73.

⁹¹ BEI. *op.cit.*

⁹² BEI, "Press Release BEI No. 0002/BEI.KOM.J/12-2007", < [http://www.idx.co.id/default.aspx?TabId=124&articleType=ArticleView&articleId=82&language=id-ID&mid=602&SkinSrc=\[L\]Skins/JSX-Web/Print&ContainerSrc=\[L\]Containers/JSX-Web/Print&dnnprintmode=true](http://www.idx.co.id/default.aspx?TabId=124&articleType=ArticleView&articleId=82&language=id-ID&mid=602&SkinSrc=[L]Skins/JSX-Web/Print&ContainerSrc=[L]Containers/JSX-Web/Print&dnnprintmode=true)>, diakses tanggal 20 Oktober 2008 jam 15.00.

⁹³ *Ibid.*

⁹⁴ *Ibid.*

transisi dan pasca transisi, mencakup struktur organisasi, sistem kompensasi, penempatan, dan sebagainya. Harmonisasi SDM ini akan selesai pada Mei 2008.⁹⁵

Merger ini disambut baik para pelaku pasar modal dan masyarakat umum. Respons positif ini ditunjukkan dengan peningkatan yang signifikan di hampir seluruh indikator perdagangan. Seperti aktivitas transaksi, pergerakan indeks, maupun minat investor asing untuk berinvestasi di Pasar Modal Indonesia.

Dalam bulan pertama operasional BEI, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) meningkat 51,74% dari level penutupan IHSG di tahun 2006 yaitu sebesar 1.805,523, saat ditutup pada level 2.739,704 di akhir tahun 2007.⁹⁶

Bursa Efek Indonesia juga merilis produk baru pada tanggal 18 Desember 2007 yaitu *Exchange Traded Fund* (ETF). Produk ini adalah produk pertama yang diluncurkan setelah proses merger berlaku efektif.⁹⁷

2.3. ATURAN PERDAGANGAN EFEK DI BURSA EFEK

Munir Fuady, 2001, menyatakan bahwa target yuridis dari pengaturan hukum terhadap pasar modal pada pokoknya adalah sebagai berikut:⁹⁸

1. Keterbukaan Informasi;
2. Profesionalisme dan Tanggung Jawab Para Pelaku Pasar Modal;
3. Pasar yang tertib dan modern;
4. Efisiensi;
5. Kewajaran;
6. Perlindungan Investor.

Sebagai kelanjutan dari target yuridis di atas, terlahirlah salah satu tujuan dari eksistensi hukum pasar modal yaitu agar dapat mengamankan investasi dari pihak pemodal. Investasi itu sendiri baru dianggap aman jika memenuhi unsur-unsur sebagai berikut:

⁹⁵ *Ibid.*

⁹⁶ *Ibid.*

⁹⁷ *Ibid.*

⁹⁸ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern : Tinjauan Hukum – Buku Kesatu*, Cet. 2, (Bandung : PT Citra Aditya Bakti, 2001), hal. 13.

1. Likuidnya efek;
2. Unsur keamanan terhadap pokok (*principal*) yang ditanam;
3. Unsur rentabilitas atau stabilitas dalam mendapatkan *return of investment*.⁹⁹

Bapepam-LK merumuskan Peraturan Perdagangan Efek II.A.1 untuk mengatur ketentuan umum perdagangan efek di bursa. Khusus untuk perdagangan saham, Bapepam-LK menetapkan bahwa perdagangan saham harus memuat dividen tunai, saham bonus dan atau saham dividen. Peraturan Perdagangan Efek II.A.1 diperkuat Peraturan Pemerintah No. 12 Tahun 2004 tentang Penyelenggaraan Kegiatan Di Pasar Modal.

Munir Fuady juga mengemukakan terdapat beberapa sistem tanggung jawab yang dikenal dalam hukum pasar modal, yaitu :¹⁰⁰

1. Tanggung Jawab Administrasi;
2. Tanggung Jawab Pidana;
3. Tanggung Jawab Perdata Konvensional;
4. Tanggung Jawab Secara Renteng.

Undang-Undang Pasar Modal No. 8/Tahun 1995 mempertegas ketentuan-ketentuan tanggung jawab tersebut dengan sanksi-sanksi yang lebih berat. Namun, Munir Fuady menemukan bahwa tidak ada indikasi yang menunjukkan Undang-Undang Pasar Modal No. 8/Tahun 1995 memberlakukan sistem tanggung jawab menurut sistem *strict liability*.¹⁰¹

Sistem *strict liability* adalah suatu sistem pertanggungjawaban yang dibebankan kepada seseorang tanpa melihat atau mengkaitkan kepada kesalahan pelaku. Jadi, jika seseorang telah terbukti melakukan suatu perbuatan yang dilarang Undang-Undang maka dia langsung menjadi pemikul tanggung jawab yuridis, tanpa mempedulikan ada unsur kesengajaan, kelalaian, dan sebagainya.¹⁰²

⁹⁹ *Ibid.*

¹⁰⁰ *Ibid.* hal. 44.

¹⁰¹ *Ibid.* hal. 45.

¹⁰² *Ibid.* hal. 45.

Munir Fuady menemukan bahwa sistem pertanggungjawaban yang berlaku di Undang-Undang Pasar Modal No. 8/Tahun 1995 adalah sistem tanggung jawab dalam arti konvensional belaka.¹⁰³

Fungsi pengawasan Pasar Modal diserahkan Undang-Undang Pasar Modal No. 8/Tahun 1995 kepada Badan Pengawas Pasar Modal – Lembaga Keuangan (Bapepam-LK). Pelaksanaan kewenangan Bapepam sebagai lembaga pengawas dapat dilakukan secara:¹⁰⁴

1. Preventif, yakni dalam bentuk aturan, pedoman, bimbingan, dan pengarahan.
2. Represif, yakni dalam bentuk pemeriksaan, penyidikan, dan penerapan sanksi-sanksi.

Pelaksanaan kewenangan Bapepam-LK di atas sejalan dengan Tiga Fungsi Utama Otoritas Pasar Modal sebagaimana diterapkan *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), Amerika Serikat. Antara lain sebagai berikut di bawah ini:¹⁰⁵

1. *Fungsi Rule Making*
 Dalam hal ini Otoritas Pengawas dapat membuat aturan-aturan main untuk pasar modal. Fungsi tersebut dinamakan fungsi *Quasi Legislative Power*, sehingga sekaligus merupakan kewenangan legislatif.
2. *Fungsi Adjudicatory*
 Dalam hal ini Otoritas Pengawas mempunyai kewenangan yudisial sebagai *Quasi Judicial Power*. Termasuk diantaranya mengadili dan mencabut izin atau melarang pelaku pasar modal berpartisipasi dalam kegiatan-kegiatan di pasar modal. Dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, kewenangan bagi Bapepam-LK untuk menjatuhkan sanksi administratif kepada setiap Pihak yang

¹⁰³ *Ibid.*

¹⁰⁴ *Ibid.* hal. 117.

¹⁰⁵ *Ibid.*

memperoleh izin, persetujuan, atau pendaftaran dari Bapepam-LK diatur dalam Pasal 102 ayat (2) meliputi :

peringatan tertulis;

1. denda yaitu kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu;
 2. pembatasan kegiatan usaha;
 3. pembekuan kegiatan usaha;
 4. pencabutan izin usaha;
 5. pembatalan persetujuan;
 6. pembatalan pendaftaran.
3. Fungsi *Investigatory – Enforcement*

Dalam hal ini Otoritas Pengawas mempunyai kewenangan melakukan pemeriksaan, penyelidikan dan penyidikan dalam kegiatan-kegiatan di pasar modal. Dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, kewenangan pemeriksaan bagi Bapepam-LK diatur dalam Pasal 100 ayat (2) yang menegaskan bahwa kewenangan pemeriksaan Bapepam-LK meliputi :

1. Meminta keterangan dan atau konfirmasi dari Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya atau Pihak lain apabila dianggap perlu;
2. Mewajibkan Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya untuk melakukan atau tidak melakukan kegiatan tertentu;
3. Memeriksa dan atau membuat salinan terhadap catatan, pembukuan, dan atau dokumen lain, baik milik Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya maupun milik Pihak lain apabila dianggap perlu;
4. Menetapkan syarat dan atau mengizinkan Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap

Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya untuk melakukan tindakan tertentu yang diperlukan dalam rangka penyelesaian kerugian yang timbul.

Dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, kewenangan penyidikan bagi Bapepam-LK diatur dalam Pasal 101 (3) yang menegaskan bahwa kewenangan penyidikan Bapepam-LK meliputi :¹⁰⁶

1. Menerima laporan, pemberitahuan, atau pengaduan dari seseorang tentang adanya tindak pidana di bidang Pasar Modal;
2. Melakukan penelitian atas kebenaran laporan atau keterangan berkenaan dengan tindak pidana di bidang Pasar Modal;
3. Melakukan penelitian terhadap Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
4. Memanggil, memeriksa, dan meminta keterangan dan barang bukti dari setiap Pihak yang disangka melakukan, atau sebagai saksi dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
5. Melakukan pemeriksaan atas pembukuan, catatan, dan dokumen lain berkenaan dengan tindak pidana di bidang Pasar Modal;
6. Melakukan pemeriksaan di setiap tempat tertentu yang diduga terdapat setiap barang bukti pembukuan, pencatatan, dan dokumen lain serta melakukan penyitaan terhadap barang yang dapat dijadikan bahan bukti dalam perkara tindak pidana di bidang Pasar Modal;

¹⁰⁶ *Ibid.* hal. 117- 118

7. Memblokir rekening pada bank atau lembaga keuangan lain dari Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
8. Meminta bantuan ahli dalam rangka pelaksanaan tugas penyidikan tindak pidana di bidang Pasar Modal;
9. Menyatakan saat dimulai dan dihentikannya penyidikan.

Ketiga fungsi tersebut juga sejalan dengan Fungsi Utama Otoritas Bursa yang diterapkan PT Bursa Efek Indonesia sebagai fasilitator dan otoritas bursa di Bursa Efek Indonesia. Berkaitan dengan Aturan Perdagangan Efek di Bursa Efek, Fungsi Utama Otoritas Bursa yang dimiliki PT Bursa Efek Indonesia lebih mempunyai aspek praktis untuk diterapkan di pasar ketimbang Fungsi Utama Otoritas Pasar Modal yang dimiliki Bapepam-LK.

Kelebihan tersebut disebabkan kedudukan PT Bursa Efek Indonesia sebagai sub-ordinat Bapepam-LK berhubungan langsung dengan pelaku bursa, terutama *broker* sebagai pemain langsung dalam transaksi perdagangan efek.

Oleh karena itu pembahasan Fungsi Utama Otoritas Bursa yang dimiliki PT Bursa Efek Indonesia di bawah ini dikaitkan langsung dengan Aturan Perdagangan Efek di Bursa Efek. Penjelasan penulis dapat dicermati sebagaimana diuraikan di bawah ini:

1. Fungsi *Rule Making*

Dalam fungsi ini PT Bursa Efek Indonesia sebagai Otoritas Bursa dapat membuat aturan-aturan main untuk pasar modal. Antara lain Aturan Perdagangan di Bursa Efek. PT Bursa Efek Indonesia mewujudkannya dengan menerbitkan Peraturan II-A Kep-565/BEJ/11-2003 tentang Perdagangan Efek dan Peraturan II-A Kep-307/BEJ/12-2006 tentang Perubahan Peraturan Perdagangan Efek.

2. Fungsi *Adjudicatory*

Dalam hal ini Otoritas Pengawas mempunyai kewenangan yudisial sebagai *Quasi Judicial Power*. Termasuk diantaranya mengadili dan mencabut izin atau melarang pelaku pasar modal berpartisipasi dalam kegiatan-kegiatan di pasar modal.¹⁰⁷ PT Bursa Efek Indonesia mewujudkannya dengan menerbitkan Peraturan II.A.5 Kep-040/BEJ/0898 tentang Sanksi. Dalam Peraturan II.A.5 Kep-040/BEJ/0898 tentang Sanksi, PT Bursa Efek Indonesia menggunakan rekomendasi Komite Disiplin Anggota untuk menindak pelanggaran yang dilakukan anggota bursa. Komite Disiplin Anggota mempunyai kedudukan dan peranan hukum untuk memberikan rekomendasi kepada Otoritas Bursa sebagaimana diatur dalam Peraturan PT Bursa Efek Surabaya III.A.1 yang ditetapkan pada tanggal 28 Maret 2001.

3. Fungsi *Investigatory – Enforcement*

Dalam hal ini Otoritas Bursa mempunyai kewenangan melakukan pemeriksaan, penyelidikan dan penyidikan dalam kegiatan-kegiatan di pasar modal. Dalam Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, kewenangan pemeriksaan, penyelidikan dan penyidikan bagi PT Bursa Efek Indonesia selaku Otoritas Bursa diatur dalam Pasal 7 ayat (2) dan Pasal 12 ayat (1) – (3) yang menegaskan bahwa:

1. Dalam rangka mencapai tujuan penyelenggaraan perdagangan Efek yang teratur, wajar, dan efisien, Bursa Efek wajib menyediakan sarana pendukung dan mengawasi kegiatan Anggota Bursa Efek sebagaimana diatur Pasal 7 ayat (2) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995;
2. Bursa Efek wajib mempunyai satuan pemeriksa yang bertugas menjalankan pemeriksaan berkala atau pemeriksaan sewaktu-waktu terhadap anggotanya serta

¹⁰⁷ *Ibid.*

- terhadap kegiatan Bursa Efek sebagaimana diatur Pasal 12 ayat (1) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995;
3. Pimpinan satuan pemeriksa wajib melaporkan secara langsung kepada direksi, dewan komisaris Bursa Efek, dan Bapepam tentang masalah-masalah material yang ditemuinya serta yang dapat mempengaruhi suatu Perusahaan Efek Anggota Bursa Efek atau Bursa Efek yang bersangkutan sebagaimana diatur Pasal 12 ayat (2) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995;
 4. Bursa Efek wajib menyediakan semua laporan satuan pemeriksa setiap saat apabila diperlukan oleh Bapepam sebagaimana diatur Pasal 12 ayat (3) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995.

Khusus dalam upaya penertiban pemindahbukuan Efek Bersifat Ekuitas antar Anggota Bursa Efek, Peraturan II.A tersebut ditindaklanjuti oleh jajaran Direksi Anggota Bursa Efek yang terdiri dari BEI, KPEI, KSEI melalui penerbitan Surat Edaran Bersama SE-001/BEI-DAG/03-2008; SE-001/DIR/KPEI/0308; SE-001/DIR-Eks/KSEI/0308 Perihal Penggunaan Instruksi *Free of Payment* (FOP) untuk Pemindahbukuan Efek Bersifat Ekuitas Untuk Penyelesaian Transaksi Antar Anggota Bursa Efek.¹⁰⁸

Surat Edaran Bersama tersebut merujuk pada Peraturan Perdagangan PT Bursa Efek Indonesia (d/h Peraturan PT Bursa Efek Jakarta) Nomor II-A butir II.4.1 dan Peraturan PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia No. II.10 tentang Jasa Pinjam Meminjam Efek Tanpa Warkat dan Peraturan Jasa Kustodian Sentral Bab 7.

¹⁰⁸ KSEI, “SE-001/DIR-Eks/KSEI/0308 Perihal Penggunaan Instruksi *Free of Payment* (FOP) untuk Pemindahbukuan Efek Bersifat Ekuitas Untuk Penyelesaian Transaksi Antar Anggota Bursa Efek,” <<http://72.14.235.132/search?q=cache:Ca3y9AkopIJJ:www.kpei.co.id/circullardetail.aspx+3Fid%3D43+peraturan+II.A+perdagangan+efek&hl=id&ct=clnk&cd=8&gl=id>> diakses tanggal 2 Desember 2008 jam 19:07.

Surat Edaran Bersama tersebut berisi perincian penggunaan instruksi pemindahbukuan Efek Bersifat Ekuitas. Keterangan selengkapnya mengenai ketentuan tersebut sebagaimana dinyatakan di bawah ini:

1. Anggota Bursa Efek dilarang menggunakan instruksi penyelesaian *Free of Payment* (FOP) selain untuk:
 - 1.1. Keperluan penyelesaian Transaksi Bursa untuk kepentingan Anggota Bursa Efek yang sedang di-*suspend*;
 - 1.2. Keperluan lainnya yaitu: transfer aset antar nasabah yang sama, hibah, waris, inbreng, perpindahan Efek dalam rangka penciptaan dan pelunasan Unit Penyertaan Reksadana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif Yang Diperdagangkan di Bursa Efek (*Exchange Traded Fund*), pinjam meminjam Efek, atau Putusan Pengadilan.
2. Dalam hal instruksi FOP digunakan untuk penyelesaian Transaksi Bursa, maka Anggota Bursa Efek wajib mencantumkan trade number dan tanggal Transaksi Bursa.

2.4. MEKANISME PERDAGANGAN EFEK BERUPA SAHAM DI BURSA EFEK

Terdapat empat mekanisme perdagangan berdasarkan jenis pasar modal yang dikembangkan di suatu negara. Yaitu :¹⁰⁹

1. Pasar Pertama, yaitu tempat atau sarana bagi perusahaan yang untuk pertama kalinya menawarkan saham atau obligasi ke masyarakat umum. Disini dikatakan tempat karena secara fisik masyarakat pembeli dapat bertemu dengan penjamin emisi atau agen penjual untuk melakukan pemesanan atau membayar pesanan.¹¹⁰
2. Pasar Kedua, yaitu tempat atau sarana jual-beli efek antar investor dan harga dibentuk oleh investor melalui perantara efek. Disini dikatakan tempat karena secara fisik para perantara efek berada dalam satu gedung di

¹⁰⁹ Mohammad Samsul, op.cit. hal. 46.

¹¹⁰ *Ibid.*

rantai perdagangan seperti BEI. Disini dikatakan sarana karena para perantara efek bisa juga tidak berada dalam satu gedung, namun berada dalam satu jaringan sistem perdagangan. Harga pasar kedua dibentuk oleh tawaran jual-beli dari para investor tersebut sehingga disebut *order driven market*.¹¹¹

3. Pasar Ketiga, yaitu sarana transaksi jual beli antara *market maker* serta investor dan harga dibentuk oleh *market maker*. Investor dapat memilih *market maker* yang memberi harga terbaik. *Market maker* dibatasi harus berasal dari anggota bursa. Pasar Ketiga disebut juga *dealer driven market*.¹¹²
4. Pasar Keempat, yaitu sarana transaksi jual beli antara investor jual dengan investor beli tanpa melalui perantara efek. Transaksi dilakukan melalui *electronic communication network* asalkan pelaku memiliki efek dan dana di *central custodian* dan *central clearing house*. *Electronic Communication Network* harus terdaftar sebagai bursa efek.¹¹³

Mekanisme perdagangan saham di Bursa mengikuti mekanisme pasar kedua karena Indonesia belum memiliki pasar ketiga. Karena memerlukan pengembangan bursa menjadi Bursa Efek Skala Besar.

Investor harus menjadi nasabah di perusahaan Efek atau kantor *broker* sebelum dapat melakukan transaksi di BEI. Investor dapat menjadi nasabah melalui melakukan pembukaan rekening dengan mengisi dokumen pembukaan rekening. Dokumen pembukaan rekening harus memuat identitas nasabah lengkap, termasuk tujuan investasi dan keadaan keuangan, dan keterangan tentang investasi yang akan dilakukan.¹¹⁴

¹¹¹ *Ibid.*

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ *Ibid.*

¹¹⁴ BEI, "*Mekanisme Perdagangan*," <[http://www.idx.co.id/MainMenu/Education/Mekanisme Perdagangan/tabid/194/lang/id-ID/language/id-ID/Default.aspx](http://www.idx.co.id/MainMenu/Education/Mekanisme%20Perdagangan/tabid/194/lang/id-ID/language/id-ID/Default.aspx)>, diakses tanggal 20 Oktober 2008 jam 16:10.

Investor dapat melakukan transaksi jual atau beli setelah pihak tersebut investor disetujui untuk menjadi nasabah di perusahaan Efek yang bersangkutan. Setiap perusahaan Efek mewajibkan kepada nasabahnya untuk mendepositokan sejumlah dana dengan nominal tertentu sebagai jaminan bahwa nasabah tersebut layak melakukan jual beli saham.¹¹⁵

Tidak ada batasan minimal dan jumlah dana untuk membeli saham. Dalam perdagangan saham, jumlah saham yang dijual-belikan dilakukan dalam satuan perdagangan yang disebut dengan *lot*.¹¹⁶ Di Bursa Efek Indonesia, satu *lot* berarti 500 saham dan itulah batas minimal pembelian saham.

BEI mengatur transaksi dilakukan pada hari-hari tertentu yang disebut Hari Bursa yang dibagi menjadi dua sesi perdagangan tiap harinya. Pada Hari Bursa dari Senin hingga Kamis, Sesi I dibuka pada jam 09.30 – 12.00 WIB dan Sesi II dibuka pada jam 13.30 – 16.00 WIB. Khusus untuk Hari Bursa pada hari Jum'at, Sesi I dibuka pada jam 09.30 – 11.30 WIB dan Sesi II dibuka pada jam 14.00 – 16.00 WIB.¹¹⁷ Hal ini disebabkan mayoritas penduduk Indonesia memerlukan waktu istirahat yang lebih lama pada hari Jumat untuk menunaikan ibadah shalat Jum'at.

Setelah tahapan memberi order oleh nasabah, dimana order dapat dilakukan secara langsung dimana investor datang ke kantor *broker* atau order disampaikan melalui sarana komunikasi seperti telpon atau sarana komunikasi lainnya. Order akan diteruskan ke *Floor Trader* yaitu petugas *broker* tersebut yang berada di lantai bursa. *Floor trader* akan memasukkan (*entry*) semua order yang diterimanya kedalam sistem komputer JATS.¹¹⁸

Seluruh order yang masuk ke sistem JATS dapat dipantau baik oleh *floor trader*, petugas di kantor *broker* dan investor. Dalam tahap ini, terdapat komunikasi antara pihak *broker* dengan investor agar dapat terpenuhi tujuan order yang disampaikan investor baik untuk beli maupun jual. Termasuk pada tahap ini,

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ *Ibid.*

¹¹⁷ *Ibid.*

¹¹⁸ *Ibid.*

berdasarkan perintah investor terhadap order yang sebelumnya, *floor trader* melakukan beberapa perubahan order, seperti perubahan harga penawaran, dan beberapa perubahan lainnya.¹¹⁹

Setelah order yang dimasukkan ke sistem JATS bertemu dengan harga yang sesuai dan tercatat di sistem JATS sebagai transaksi yang telah terjadi (*done*). Artinya, sebuah order beli atau jual telah bertemu dengan harga yang cocok. *Floor trader* atau petugas di kantor *broker* akan memberikan informasi kepada investor bahwa order yang disampaikan telah terpenuhi. Dan kemudian diikuti dengan penyelesaian transaksi (*settlement*).¹²⁰

Pada tahap penyelesaian transaksi dibutuhkan beberapa proses seperti kliring, pemindahbukuan, dan lain-lain hingga akhirnya hak-hak investor terpenuhi¹²¹. Di BEI, proses penyelesaian transaksi berlangsung selama 3 hari bursa. Artinya jika melakukan transaksi hari ini (T), maka hak-hak investor akan dipenuhi selama tiga hari bursa berikutnya, atau dikenal dengan istilah T + 3.¹²²

Dengan menggunakan mekanisme pasar kedua, investor yang tidak melakukan kegiatan perdagangan dalam jangka pendek dapat meminjamkan sahamnya kepada KSEI/KPEI dengan mendapat imbalan sehingga lebih efisien, dan kemudian meminjamkan saham itu kepada anggota bursa yang mengalami gagal serah dan anggota bursa membayar upah (*fee*) sesuai peraturan yang berlaku. Pinjam-meminjam saham untuk diperjualbelikan ini yang kemudian melahirkan *short-selling*.

Dasar hukum mekanisme perdagangan efek di Bursa Efek Indonesia adalah Peraturan No. II.A. Tentang Perdagangan Efek yang diubah oleh Keputusan Direksi Kep-307/BEJ/12-2006.

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ *Ibid.*

¹²¹ *Ibid.*

¹²² *Ibid.*

2.5. MEKANISME PERDAGANGAN TRANSAKSI EFEK *SHORT-SELLING*

Menurut Hendy M. Fakhruddin, *Short-Selling* adalah penjualan saham oleh seseorang dimana penjual itu tidak memiliki sekuritas lain atau menjual sekuritas yang dipinjam dari pihak lain.¹²³ Dari sisi strategi transaksi saham, *Short-Selling* adalah salah satu teknik dalam jual beli saham dimana investor berupaya untuk mendapatkan keuntungan atas penurunan harga suatu saham.¹²⁴

Felix Sindhunata menguraikan dalam wawancara dengan penulis, mekanisme *Short-Selling* biasanya dilakukan apabila investor melihat adanya kesempatan untuk memperoleh keuntungan pada saat suatu saham terindikasi akan mengalami penurunan harga.¹²⁵ Berdasarkan analisis ini investor melakukan posisi jual terbuka, untuk kemudian melakukan posisi pembelian (*buy*) dalam bentuk transaksi tertutup (*closed transaction*).¹²⁶

Short-selling dilegalkan di Indonesia dengan diterbitkannya Peraturan Bapepam No.V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-Selling* oleh Perusahaan Efek tanggal 30 April 1997 yang disempurnakan tanggal 30 Juni 2008.

Penyempurnaan Peraturan No.V.D.6 dimaksudkan untuk meningkatkan efektivitas dan efisiensi penerapan dan pengawasan margin ekonomi, meningkatkan likuiditas transaksi Efek dan kualitas pembiayaan penyelesaian transaksi Efek oleh Perusahaan Efek bagi Nasabah serta meningkatkan kepastian hukum atas transaksi Efek. Peraturan No.V.D.6 ditujukan bagi transaksi *short-selling* yang dilakukan nasabah dan transaksi *short-selling* oleh Perusahaan Efek.¹²⁷

¹²³ Fakhruddin, *op.cit.*, hal. 184.

¹²⁴ *Ibid.*

¹²⁵ Felix Sindhunata, wawancara dengan penulis tanggal 14 November 2008.

¹²⁶ *Ibid.*

¹²⁷ BAPEPAM-LK, "Peraturan Bapepam No.V.D.6," <www.bapepam.go.id/old/old/hukum/peraturan/pe/V.D.6.htm>, diakses tanggal 20 Oktober 2008 jam 17: 03.

Menurut Ihda Muktiyanto, Kepala Sub-Bagian Pengembangan Kebijakan Perusaan Efek Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, dalam Workshop Sosialisasi dan Edukasi Kepada Wartawan Pasar Modal Mengenai Transaksi Repo dan *Short-selling* yang diselenggarakan pada tanggal 27 November 2008, secara garis besar mekanisme perdagangan transaksi efek *short-selling* adalah:¹²⁸

- a. Menjual saham yang dimiliki saat penjualan, dimana saham tersebut diperoleh dari *broker* melalui peminjaman atau sumber lain;
- b. Investor membayar *fee* peminjaman saham;
- c. Investor mengharapkan harga akan turun sehingga dapat membeli saham pada harga yang lebih rendah, dimana dana hasil penjualan saham menjadi Jaminan.

Namun, mekanisme perdagangan transaksi efek *short-selling* yang ideal sesuai dengan Peraturan Bapepam V.D.6 adalah sebagai berikut:¹²⁹

- a. Perusahaan Efek wajib memenuhi syarat;
- d. Hanya nasabah yang memenuhi syarat, yang melakukan perdagangan transaksi efek *short-selling*;
- e. Hanya atas saham tertentu, yang dilakukan perdagangan transaksi efek *short-selling* terhadapnya;
- f. Perusahaan Efek wajib meneliti persyaratan nasabah;
- g. Perusahaan Efek wajib memiliki Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek (SBL);

Ihda Muktiyanto menerangkan bahwa persyaratan terhadap Perusahaan Efek yang hendak melakukan transaksi efek *short-selling* diatur dalam Peraturan Bapepam V.D.6 Pasal 2 huruf a, transaksi efek *short-selling* hanya diizinkan bagi

¹²⁸ Ihda Muktiyanto, "Workshop Sosialisasi dan Edukasi Kepada Wartawan Pasar Modal Mengenai Transaksi Repo dan Short-Selling," (Makalah disampaikan pada Workshop Sosialisasi dan Edukasi Kepada Wartawan Pasar Modal Mengenai Transaksi Repo dan Short-Selling yang diselenggarakan pada tanggal 27 November 2008), hal. 5.

¹²⁹ *Ibid*

Perusahaan Penjamin Efek yang mengadministrasikan Rekening Efek Nasabahnya, memiliki Modal Kerja Bersih Disesuaikan (MKBD) sesuai Peraturan V.D.5. tentang Pemeliharaan dan Pelaporan Modal Kerja Bersih Disesuaikan, dan memperoleh persetujuan Bursa.¹³⁰

Di sisi lain, harus dilaksanakan pengawasan terhadap Perusahaan Efek yang disetujui Bursa untuk dapat melakukan transaksi efek *short-selling*. Ihda Muktiyanto menegaskan bahwa Bursa Efek harus memeriksa sistem operasional Perusahaan Efek terutama manajemen resiko atas pembayaran minimal sekali setahun.¹³¹

Persyaratan terhadap Perusahaan Efek yang hendak melakukan transaksi efek *short-selling* dalam Peraturan Bapepam V.D.6 diringkaskan Ihda Muktiyanto menjadi tiga poin, yaitu:¹³²

1. Nasabah memiliki rekening efek regular;
2. Nasabah membuka Rekening Pembiayaan berdasarkan Perjanjian Pembiayaan Short-Sell;
3. Nasabah menyetorkan Jaminan Awal sekurang-kurangnya sebesar Rp 200.000.000,00 untuk masing-masing rekening.

Berkaitan dengan Nilai Jaminan, Ihda Muktiyanto menyatakan bahwa jaminan dapat berubah sesuai harga pasar. Bila harga saham naik, maka nilai saham yang harus dibeli kembali untuk mengganti peminjaman naik. Nilai jaminan terhadap posisi *Short* kemudian menurun dan meningkatkan resiko *broker*. Hal ini menyebabkan *margin call*. *Margin call* dapat diartikan sebagai sebuah permintaan dana tambahan untuk didepositokan dalam *margin account* untuk memenuhi persyaratan margin karena pergerakan *future price* yang buruk.¹³³

¹³⁰ *Ibid.*

¹³¹ *Ibid.*

¹³² *Ibid.* Hal. 6.

¹³³ FOREX, "*Margin Call*", <<http://www.forex.co.id/Kamus/ketajaman-margin-call.htm>> diakses tanggal 2 Desember 2008 jam 19:10.

Pengertian Margin sendiri dapat dibedakan menjadi empat, yaitu:¹³⁴

- (1) Selisih antara harga pembelian dan harga penjualan yang juga digunakan untuk menunjukkan diskon atau premium antara *spot* atau *forward*; atau
- (2) Untuk opsi, Jumlah uang yang diperlukan sebagai jaminan dari *writer* sebuah opsi; atau
- (3) Untuk *future*, sebuah deposito yang dibuat pada *clearing house* dalam membuat *futures position account*; atau
- (4) Persentase cadangan yang disyaratkan oleh US Federal Reserve untuk mengadakan sebuah transaksi kredit pertama.

Lebih lanjut, Ihda Muktiyanto menerangkan efek yang dapat diperdagangkan dalam transaksi efek *short-selling* harus dibatasi dengan kriteria karena risiko atas perubahan harga sangat tinggi.¹³⁵

Bursa Efek Indonesia hanya memperbolehkan efek yang dikriteriakan sebagai *eligible securities* untuk dapat ditransaksikan dalam *short-selling*. *Eligible Securities* diartikan PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dalam situsnya sebagai efek yang dapat dipinjamkan.¹³⁶ *Eligible Securities* ditetapkan oleh Bursa Efek Indonesia dan wajib diumumkan sebulan sekali.¹³⁷

Kriteria penetapan *eligible securities* (efek yang dapat dipinjamkan) adalah:¹³⁸

1. Nilai minimal rata-rata transaksi harian;
2. Jumlah minimal pihak yang memiliki efek;
3. Faktor fundamental efek/emiten;

¹³⁴ FOREX, "Margin", <http://www.forex.co.id/Kamus/ketajaman-margin.htm> diakses tanggal 2 Desember 2008 jam 19:10

¹³⁵ Ihda Muktiyanto. *op.cit.* hal. 6.

¹³⁶ KPEI, "Saham Eligible", <[http://www.PT_Kliring_Penjaminan_Efek_Indonesia_\(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_\(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_\(KPEI\)\)\).co.id/pme/default.aspx?lang=Ind&page=3](http://www.PT_Kliring_Penjaminan_Efek_Indonesia_(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_(KPEI))).co.id/pme/default.aspx?lang=Ind&page=3)> diakses tanggal 2 Desember 2008 jam 19:15.

¹³⁷ Ihda Muktiyanto. *op.cit.*

¹³⁸ *Ibid.*

4. Kriteria khusus *short-selling*, termasuk batasan efek yang boleh di-*Short* dibanding *outstanding*-nya.

Khusus untuk kriteria terakhir, Ihda Muktiyanto menerangkan tujuannya adalah, “...Untuk membatasi jumlah efek yang di-*shortsale* agar mencegah jumlah efek yang di-*shortsale* lebih besar dari yang dapat dibeli..”,¹³⁹

Pada pelaksanaannya, Ihda Muktiyanto menegaskan Perusahaan Efek mempunyai empat kewajiban terhadap Nasabah:¹⁴⁰

1. Memastikan tersedianya Jaminan Awal;
2. Mempertimbangkan ketersediaan Efek pada saat penyelesaian;
3. Ada perjanjian Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek (SBL);
4. Memastikan Nasabah paham akan hak dan kewajibannya dalam kontrak yang ditandatangani.¹⁴¹

Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek dapat dilakukan antara Perusahaan Efek dengan Perusahaan Efek lain, antara Perusahaan Efek dengan LKP, antara Perusahaan Efek dengan Bank Kustodian, antara Perusahaan Efek dengan pihak lain yang berkepentingan.¹⁴²

Poin-poin yang harus ada dalam Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek menurut Ihda Muktiyanto meliputi, antara lain:¹⁴³

1. Jumlah dan Jenis Efek, waktu, dan jaminan;
2. Hak-hak yang berhubungan dengan kepemilikan efek;
3. Pajak dan biaya-biaya lain dalam rangka Pinjam-Meminjam Efek (SBL);
4. Wanprestasi;
5. Metode penilaian Efek yang dipinjamkan dan dijaminakan;
6. Metode penyelesaian perselisihan.

¹³⁹ *Ibid.*

¹⁴⁰ *Ibid.* hal. 7

¹⁴¹ *Ibid.*

¹⁴² *Ibid.*

¹⁴³ *Ibid.*

PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) telah membuat Standar Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek baik antara PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dengan Perusahaan Efek, antara PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dengan Nasabah, antara PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dengan Bank Kustodian, dan antara Perusahaan Efek dengan Nasabah.

Peraturan Bapepam No.V.D.6 memberikan fasilitas pembiayaan Transaksi Marjin dan atau Transaksi *Short-selling* dari memiliki Modal Kerja Bersih Disesuaikan (MKBD) minimal Rp 5.000.000.000,00 untuk Perusahaan Efek. Selain itu, harus dilampirkan juga Surat Pernyataan Akuntan bahwa Perusahaan Efek memenuhi Peraturan Bapepam No.V.D.3 dan Peraturan Bapepam No.V.D.5. Terakhir Perusahaan Efek harus memperoleh persetujuan dari Bursa Efek untuk melakukan Transaksi Marjin dan atau Transaksi *Short-selling*. Peraturan Bapepam No.V.D.6 juga mengatur larangan pemberian pembiayaan oleh Perusahaan Efek kepada Komisaris, Direktur, dan Pegawai Perusahaan Efek tersebut.¹⁴⁴

Peraturan Bapepam No.V.D.6 memberikan fasilitas pembiayaan Transaksi Marjin dan atau Transaksi *Short-selling* dari memiliki kekayaan bersih lebih dari Rp 1.000.000.000,00 dan pendapatan tahunan Rp 2.000.000.000,00 untuk nasabah. Dia harus membuka Rekening Efek Pembiayaan Transaksi Marjin untuk nasabah yang akan melakukan Transaksi Marjin dan atau Transaksi *Short-selling* berdasarkan Perjanjian Pembiayaan. Nasabah juga harus menyetorkan jaminan awal Rp 200.000.000,00 selain wajib menandatangani Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek dengan Perusahaan yang memiliki Efek tersebut.¹⁴⁵

Berkenaan dengan Peraturan Bapepam No.V.D.6, Felix Sindhunata menguraikan dalam wawancara dengan penulis bahwa Peraturan tersebut juga menegaskan bahwa penyempurnaan persyaratan mengenai kriteria Efek yang dapat ditransaksikan dengan pembiayaan Transaksi Efek dari kriteria Efek yang ditentukan dalam Peraturan Bapepam-LK, yaitu tercatat di Bursa Efek, diperdagangkan setiap hari bursa untuk periode 6 (enam) bulan terakhir dengan nilai rata-rata per hari sekurang-kurangnya Rp 1.000.000.000,00 dan dimiliki

¹⁴⁴ *Ibid.*

¹⁴⁵ *Ibid.*

lebih dari 4.000 (empat ribu) Pihak untuk 6 (enam) bulan terakhir, menjadi Efek dimaksud tercatat di Bursa Efek dan persyaratan lainnya ditetapkan oleh Bursa Efek dalam peraturan Bursa Efek.¹⁴⁶ Kriteria Efek ini juga berlaku untuk Efek yang dapat digunakan dalam Transaksi *Short-Selling*.

Lebih lanjut, Felix Sindhunata menguraikan bahwa penyempurnaan ketentuan terkait dengan pembiayaan Transaksi Marjin, yakni Nilai Jaminan Awal dari nasabah paling sedikit 50% atau Rp 200 juta mana yang lebih tinggi, dari nilai pembelian Efek yang diberi fasilitas pembiayaan oleh Perusahaan Efek. Selain itu, nilai pembiayaan yang dapat diberikan Perusahaan Efek kepada nasabah maksimal 65% dan jika nilai jaminan dari nasabah mengalami penurunan sehingga pembiayaan lebih dari 65% maka nasabah wajib menambah jaminan dalam waktu 3 hari bursa.¹⁴⁷

Jika dalam waktu 3 hari bursa nasabah tidak menyetor tambahan jaminan, Felix Sindhunata menegaskan terjadi Perusahaan Efek wajib melakukan penjualan Efek dalam jaminan sehingga nilai pembiayaan maksimal 65% pada hari bursa ke-4 sejak terjadinya kondisi dimana nasabah tidak melakukan penyetiran sebagaimana dimaksud.¹⁴⁸ Jika nilai pembiayaan mencapai 80% dari nilai Jaminan Pembiayaan, maka Perusahaan Efek wajib segera menjual Efek dalam jaminan sehingga nilai pembiayaan maksimal 65%.¹⁴⁹

Jika Efek tidak lagi memenuhi syarat yang ditetapkan Bursa Efek sebagai Efek yang dapat ditransaksikan dengan pembiayaan penyelesaian transaksi Efek, Felix Sindhunata menyatakan bahwa pembiayaan transaksi Efek nasabah yang sudah berjalan wajib diselesaikan paling lambat 5 hari bursa sejak Efek tidak lagi memenuhi persyaratan.¹⁵⁰ Perusahaan Efek dilarang memberikan pembiayaan

¹⁴⁶ Felix Sindhunata, *Ibid.*

¹⁴⁷ *Ibid.*

¹⁴⁸ *Ibid.*

¹⁴⁹ Bayu Suta, "Aturan *Short-Selling* Makin Ketat", <<http://www.inilah.com/berita/ekonomi/2008/07/01/36069/aturan-short-selling-makin-ketat/>>, diakses tanggal 14 November 2008 jam 09:46.

¹⁵⁰ Felix Sindhunata, *Ibid.*

Transaksi Marjin kepada nasabah yang merupakan komisaris, direktur atau pegawai Perusahaan Efek.¹⁵¹

Felix Sindhunata menguraikan juga menguraikan, dalam Peraturan Bapepam No.V.D.6, pengaturan secara rinci atas Transaksi *Short-Selling* yang dilakukan nasabah dan pengaturan baru terkait dengan Transaksi *Short-Selling* yang dilakukan Perusahaan Efek sendiri, antara lain, nasabah atau Perusahaan Efek yang akan melakukan Transaksi *Short-Selling* mempunyai sumber untuk mendapatkan Efek yang ditransaksikan secara *Short-Selling* untuk memenuhi kewajiban dalam transaksi tersebut antara lain nasabah sudah mengadakan perjanjian pinjam meminjam Efek dengan Perusahaan Efek dan Perusahaan Efek sudah melakukan perjanjian pinjam meminjam Efek dari Perusahaan Efek lain.¹⁵²

Nilai Jaminan Pembiayaan yang wajib dipelihara nasabah minimal 135% dari nilai pasar wajar Efek yang ditransaksikan secara *short-selling*. Jika nilai jaminan tersebut mengalami penurunan sehingga kurang dari 135%, maka nasabah wajib menambah jaminan dalam waktu 3 hari bursa sehingga nilai jaminan minimal 135%. Jika dalam waktu 3 hari bursa nasabah tidak menyeter tambahan jaminan maka pada hari bursa ke-4 sejak kondisi tersebut terjadi Perusahaan Efek wajib melakukan pembelian Efek pada Posisi *Short* sehingga nilai jaminan minimal 135%.¹⁵³

Selanjutnya jika nilai jaminan kurang dari 120%, maka Perusahaan Efek wajib melakukan pembelian Efek pada Posisi *Short* sehingga nilai jaminan minimal 135% dari nilai pasar wajar Efek pada Posisi *Short* dimaksud. Ketentuan yang setara dengan hal ini juga berlaku bagi Perusahaan Efek yang melakukan Transaksi *Short-Selling*.¹⁵⁴

¹⁵¹ Bayu Suta, *op.cit.*

¹⁵² Felix Sindhunata, *Ibid.*

¹⁵³ Bayu Suta, *op.cit.*

¹⁵⁴ *Ibid.*

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN HUKUM

3.1. PENGERTIAN PENELITIAN HUKUM

Hukum dapat diartikan sebagai suatu gejala masyarakat (*social feit*) yang mempunyai segi ganda, yakni kaidah/norma dan perilaku (yang ajeg atau unik/khas).¹⁵⁵ Namun, dari sisi keilmuan, hukum merupakan objek penyelidikan dan penelitian berbagai disiplin keilmuan sehingga dikatakan bahwa hukum adalah ilmu bersama (*rechts is mede wetenschap*).¹⁵⁶

Penjelajahan ilmiah para ilmuwan berbagai disiplin ilmu tersebut akan memberikan pencerahan (*enlightening*) dan kontribusi bagi pemecahan dan jalan keluar terhadap berbagai persoalan hukum yang dihadapi masyarakat.¹⁵⁷

Ilmu hukum memiliki karakter yang khas yang direfleksikan dalam sifat normatifnya.¹⁵⁸ Fokus perhatian ilmu hukum normatif sebagai ilmu praktis adalah mengubah keadaan serta menawarkan penyelesaian terhadap problem kemasyarakatan yang konkret maupun potensial.¹⁵⁹

Sebagai ilmu praktis normologis, ilmu hukum normatif berhubungan langsung dengan praktik hukum yang menyangkut dua aspek utama, yaitu tentang pembentukan hukum dan penerapan hukum.¹⁶⁰

Menurut Sudikno Mertokusumo, pembentukan hukum adalah merupakan proses konkretisasi dan individualisasi peraturan hukum yang bersifat umum dihubungkan dengan peristiwa konkret.¹⁶¹ Di sisi lain, Sudikno Mertokusumo merumuskan penemuan hukum dilakukan dengan menggunakan metode

¹⁵⁵ Sunaryati Hartono, *Penelitian Hukum Di Indonesia Pada Akhir Abad ke-20*, Cet.1 (Bandung : Penerbit Alumni, 1994), hal. 74.

¹⁵⁶ Johnny Ibrahim, “*Teori dan Metode Penelitian Hukum Normatif*,” Cet. 1 (Malang : Bayumedia Publishing, 2005), hal. 33.

¹⁵⁷ *Ibid.*

¹⁵⁸ *Ibid.*, hal. 12.

¹⁵⁹ *Ibid.*, hal. 293.

¹⁶⁰ *Ibid.*, hal. 46.

¹⁶¹ *Ibid.*, hal. 47.

interpretasi, menurut bahasa, histories, sistematis, teleologis, perbandingan hukum, dan futuris.¹⁶² Dari aspek penerapan hukum, permasalahan yang dihadapi adalah tentang intepretasi hukum, kekosongan hukum, antinomy, dan norma yang kabur.¹⁶³

Pernyataan tersebut tepat untuk diterapkan dalam perumusan penelitian hukum. Menurut Morris L. Cohen, penelitian hukum adalah sebuah proses menemukan hukum yang mengatur aktivitas pergaulan manusia, yang melibatkan aturan yang diberlakukan oleh Negara dan komentar yang menjelaskan atau menganalisis aturan ini, sebagaimana diterjemahkan penulis dari pernyataannya sebagai berikut:

“...Legal research is the process of finding the law that governs activities in human society, it involves locating both the rules which are enforced by the states and commentaries which explain or analyze these rule¹⁶⁴ ...”

Peter Mahmud Marzuki merumuskan penelitian hukum sebagai suatu proses untuk menemukan aturan hukum, prinsip-prinsip hukum, maupun doktrin-doktrin hukum guna menjawab isu hukum yang dihadapi¹⁶⁵.

Meski demikian, tetap terdapat garis pemisah antara penelitian yang dilakukan pada umumnya dengan penelitian hukum. Bacon menyatakan bahwa peneliti tidak hanya berangka dari observasi, namun juga dari membangun hipotesa¹⁶⁶. Hipotesa mengandung variabel bebas dan variabel terkait. Variabel bebas adalah faktor yang diduga menyebabkan terjadinya gejala yang merupakan variabel terkait¹⁶⁷.

Hal ini memang dapat dipahami untuk penelitian-penelitian dalam keilmuan yang bersifat deskriptif yang menerangkan adanya gejala tertentu

¹⁶² *Ibid.*

¹⁶³ *Ibid.*

¹⁶⁴ Peter Mahmud Marzuki, *Penelitian Hukum*, Cet.2, (Jakarta : Kencana, 2008). hal. 29 .

¹⁶⁵ *Ibid.*, hal. 35.

¹⁶⁶ *Ibid.*

¹⁶⁷ *Ibid.*

disebabkan oleh faktor tertentu. Oleh karena secara karakteristik berbeda antara keilmuan hukum dan keilmuan yang bersifat deskriptif tersebut, penelitian hukum tidak perlu dimulai dengan hipotesis. Dengan demikian istilah variabel bebas dan variabel terikat tidak dikenal di dalam penelitian hukum.¹⁶⁸

Bagi penelitian di dalam keilmuan bersifat deskriptif, untuk membuktikan kebenaran hipotesis diperlukan data.¹⁶⁹ Data itu dapat saja berupa semua populasi atau mungkin hanya sampelnya saja dan sampel ini pun apakah diperoleh secara *random* atau *purposive* atau *stratified* hal itu bergantung dari keadaan yang diteliti.¹⁷⁰ Setelah dikoleksi, lalu data dianalisis.

Analisis dapat dilakukan secara kualitatif dan kuantitatif. Analisis kuantitatif biasanya dilakukan dengan statistik dan statistik pun ada yang bersifat parametrik dan non-parametrik.¹⁷¹ Hasilnya adalah diterima atau ditolaknya hipotesis tersebut.

Oleh karena di dalam penelitian hukum tidak diperlukan adanya hipotesis, di dalam penelitian hukum juga tidak dikenal istilah data.¹⁷² Begitu pula istilah analisis kualitatif dan kuantitatif bukan merupakan istilah yang lazim di dalam penelitian hukum.¹⁷³

Dengan kata lain semua prosedur yang terdapat di dalam penelitian keilmuan yang bersifat deskriptif bukan merupakan prosedur dalam penelitian hukum.¹⁷⁴ Oleh karena itulah penggunaan statistik baik yang parametrik maupun non-parametrik dalam penelitian hukum tidak mempunyai relevansi.¹⁷⁵

Demikian juga tidak dimungkinkan diterapkannya apa yang disebut *grounded research* di dalam penelitian hukum karena metode itu adalah untuk

¹⁶⁸ *Ibid.*

¹⁶⁹ *Ibid.*

¹⁷⁰ *Ibid.*

¹⁷¹ *Ibid.*

¹⁷² *Ibid.*

¹⁷³ *Ibid.*

¹⁷⁴ *Ibid.*

¹⁷⁵ *Ibid.*

ilmu-ilmu sosial.¹⁷⁶ Dengan demikian, langkah-langkah dan prosedur yang terdapat di dalam penelitian sosial tidak berlaku untuk penelitian hukum.¹⁷⁷

3.2. JENIS-JENIS PENELITIAN HUKUM

Prof.Dr. C.F.G. Sunaryati Hartono, SH., mengenalkan pembagian jenis-jenis penelitian dan penulisan, antara lain sebagaimana dicantumkan di bawah ini:

- a. Penelitian dan penulisan deskriptif;
- b. Penelitian dan penulisan editorial;
- c. Penelitian dan penulisan tentang perwatakan (*characterskecth*);
- d. Penelitian dan penulisan *reflektif*;
- e. Penelitian dan penulisan kritik;

Prof.Dr. C.F.G. Sunaryati Hartono, SH., menganjurkan agar para peneliti menggunakan suatu kombinasi dari beberapa metode penelitian dan gaya penulisan secara serentak, tidak hanya satu metode penulisan dan/atau satu gaya penulisan saja.¹⁷⁸

Prof.Dr. C.F.G. Sunaryati Hartono, SH., mengingatkan bahwa metode-metode penelitian yang dikombinasikan itu tergantung kepada :¹⁷⁹

- a. Subjek penelitian (materi penelitian);
- b. Tujuan penelitian (objek penelitian);
- c. Besar-kecilnya dana penelitian;
- d. Sarana penelitian yang tersedia;
- e. Tenaga peneliti yang tersedia;
- f. Waktu penelitian yang tersedia;
- g. Lingkungan/tempat penelitian dilakukan.

¹⁷⁶ *Ibid.*

¹⁷⁷ *Ibid.*

¹⁷⁸ *Ibid.*, hal. 8.

¹⁷⁹ *Ibid.*

Penyesuaian perumusan penelitian agar sejalan dengan karakteristik penelitian hukum dapat ditelaah dari perumusan yang digagas Hutchinson. Secara garis besar, Hutchinson memperkenalkan pembagian penelitian hukum menjadi empat tipe, yaitu:¹⁸⁰

- a. *Doctrinal Research: Research which provides a systematic exposition of the rules governing a particular legal category, analyses the relationship between rules, explain areas of difficulty and, perhaps, predicts future development;*
- b. *Reform-Oriented Research: Research which intensively evaluates the adequacy of existing rules and which recommends changes to any rules found wanting;*
- c. *Theoretical Research: Research which fosters a more complete understanding of the conceptual bases of legal principles and of combined effects of a range of rules and procedures that touch on a particular area of activity;*
- d. *Fundamental Research : Research designed to secure a deeper understanding of law as a social phenomenon, including research on the historical, philosophical, linguistic, economic, social or political implication.*

Perumusan Hutchinson tersebut diterjemahkan penulis sebagai berikut :¹⁸¹

- a. Penelitian Doktrinal, yaitu penelitian yang menyediakan ekspos sistematis terhadap peraturan yang mengatur kategori hukum tertentu, menganalisis hubungan antar peraturan, menjelaskan area yang mengalami hambatan, dan bahkan memperkirakan perkembangan mendatang;
- b. Penelitian Berorientasi-Perubahan, yaitu penelitian yang secara intensif mengevaluasi pemenuhan ketentuan yang sedang berlaku dan

¹⁸⁰ Peter Mahmud Marzuki, *op.cit*, hal. 32 .

¹⁸¹ Abdulkadir Muhammad, *Hukum dan Penelitian Hukum*, Cet.1 (Bandung : PT. Citra Aditya Bakti, 2004, hal. 52.

merekomendasikan perubahan terhadap peraturan mana pun yang dibutuhkan;

- c. Penelitian Teoritis, yaitu penelitian yang mengadopsi pengertian yang lebih lengkap mengenai konsep dasar prinsip-prinsip hukum dan gabungan efek dari serangkaian aturan dan prosedur yang menyentuh area tertentu dalam suatu kegiatan;
- d. Penelitian Fundamental, yaitu penelitian yang dirancang untuk mengamankan pengertian yang mendalam mengenai hukum sebagai fenomena sosial, termasuk riset pada dampak historis, filosofis, ekonomi, sosial, dan politis.

Penelitian hukum juga oleh para sarjana dikelompokkan berdasarkan fokus penelitian serta sifat dan tujuan penelitiannya sebagaimana dipaparkan berikut.

3.2.1. PEMBAGIAN JENIS PENELITIAN HUKUM BERDASARKAN FOKUS PENELITIAN

Berdasarkan fokus penelitiannya, penelitian hukum dibagi lagi menjadi beberapa jenis. Prof. Abdulkadir Muhammad membaginya menjadi tiga. Yaitu, penelitian hukum normatif, penelitian hukum normatif-empiris, penelitian hukum empiris yang dibagi berdasarkan fokus penelitiannya.¹⁸²

Ketiga jenis penelitian tersebut dapat menggunakan studi kasus hukum. Dalam hal ini, kasus hukum dikonsepsikan sebagai peristiwa hukum dan produk hukum.¹⁸³ Lebih lanjut penjelasan mengenai ketiga jenis penelitian tersebut sebagai berikut:¹⁸⁴

- a. Penelitian hukum normatif (normative law research) menggunakan studi kasus hukum normatif berupa produk perilaku hukum, misalnya mengkaji rancangan undang-undang. Pokok kajiannya adalah hukum yang dikonsepsikan sebagai norma atau kaidah yang berlaku dalam

¹⁸² Abdulkadir Muhammad, *Hukum dan Penelitian Hukum*, Cet.1 (Bandung : PT. Citra Aditya Bakti, 2004, hal. 52.

¹⁸³ *Ibid.*, hal. 39.

¹⁸⁴ *Ibid.*, hal. 52.

masyarakat dan menjadi acuan perilaku setiap orang. Sehingga penelitian hukum normatif berfokus pada inventarisasi hukum positif, asas-asas dan doktrin hukum, penemuan hukum dalam perkara *in concreto*, sistematik hukum, taraf sinkronisasi hukum, perbandingan hukum, dan sejarah hukum.

- b. Penelitian hukum normatif-empiris (*applied law research*), menggunakan studi kasus hukum normatif-empiris berupa produk perilaku hukum, misalnya mengkaji implementasi perjanjian kredit. Pokok kajiannya adalah pelaksanaan atau implementasi ketentuan hukum positif dan kontrak secara faktual pada setiap peristiwa hukum tertentu yang terjadi dalam masyarakat guna mencapai tujuan yang telah ditentukan. Penelitian hukum normatif-empiris (terapan) bermula dari ketentuan hukum positif tertulis yang diberlakukan pada peristiwa hukum *in concreto* dalam masyarakat, sehingga dalam penelitiannya selalu terdapat gabungan dua tahap kajian, yaitu:¹⁸⁵
- i. Tahap pertama adalah kajian mengenai hukum normatif yang berlaku
 - ii. Tahap kedua adalah penerapan pada peristiwa *in concreto* guna mencapai tujuan yang telah ditentukan. Penerapan tersebut dapat diwujudkan melalui perbuatan nyata dan dokumen hukum. Hasil penerapan akan menciptakan pemahaman realisasi pelaksanaan ketentuan ketentuan hukum normatif yang dikaji telah dijalankan secara patut atau tidak.

Karena penggunaan kedua tahapan tersebut, maka penelitian hukum normatif-empiris membutuhkan data sekunder dan data primer.

- c. Penelitian hukum empiris menggunakan studi kasus hukum empiris berupa perilaku hukum masyarakat.¹⁸⁶ Pokok kajiannya adalah hukum yang dikonsepsikan sebagai perilaku nyata (*actual behavior*) sebagai gejala sosial yang sifatnya tidak tertulis, yang dialami setiap orang

¹⁸⁵ *Ibid.*

¹⁸⁶ *Ibid.*, hal. 40.

dalam hubungan hidup bermasyarakat.¹⁸⁷ Sumber data penelitian hukum empiris tidak bertolak pada hukum positif tertulis, melainkan hasil observasi di lokasi penelitian.¹⁸⁸

Berkaitan dengan perumusan pembagian penelitian hukum yang dipaparkan di atas, Soerjono Soekanto juga merumuskan pembagian penelitian hukum yang memuat pokok-pokok yang sejenis.¹⁸⁹ Beliau berpendapat bahwa penelitian hukum dapat dibagi dalam :¹⁹⁰

1. Penelitian Hukum Normatif, yang terdiri dari:¹⁹¹
 - a. Penelitian terhadap asas-asas hukum;
 - b. Penelitian terhadap sistematika hukum;
 - c. Penelitian terhadap taraf sinkronisasi hukum;
 - d. Penelitian sejarah hukum;
 - e. Peneliti perbandingan hukum.
2. Penelitian Hukum Sosiologis atau Empiris, yang terdiri dari:
 - a. Penelitian terhadap identifikasi hukum;
 - b. Penelitian terhadap efektivitas hukum.

Menurut Hillway dalam bukunya *Introduction to Research*, penelitian tidak lain dari suatu metode studi yang dilakukan seseorang melalui penyelidikan yang hati-hati dan sempurna terhadap suatu masalah, sehingga diperoleh pemecahan yang tepat terhadap masalah tersebut.¹⁹²

Definisi dari Hillway ini cocok untuk penelitian hukum sosiologis/empiris, yang hasilnya memang digunakan untuk memecahkan masalah hukum.¹⁹³

¹⁸⁷ *Ibid.*, hal. 54.

¹⁸⁸ *Ibid.*

¹⁸⁹ Bambang Sunggono, *Metodologi Penelitian Hukum*, Cet. 1 (Jakarta : PT. RajaGrafindo Persada, 2007) hal. 41-42.

¹⁹⁰ *Ibid.*

¹⁹² Johannes Supranto, "*Metode Penelitian Hukum dan Statistik*", Cet. 1 (Jakarta : Penerbit Rineck Cipta , 2003) hal. 1.

¹⁹³ *Ibid.*

Penelitian hukum normatif sering disebut studi hukum dalam buku sedangkan penelitian hukum sosiologis disebut studi hukum dalam aksi/tindakan. Disebut demikian karena penelitian menyangkut hubungan timbal balik antara hukum dan lembaga-lembaga sosial lain, jadi merupakan studi sosial yang non-doktrinal dan bersifat empiris, artinya berdasarkan data di lapangan.¹⁹⁴

Perbedaan penelitian hukum yang normatif dan sosiologis terletak pada pendekatannya atau desainnya. Penelitian hukum yang normatif menekankan pada langkah-langkah spekulatif-teoritis dan analisis normatif-kualitatif. Sebaliknya, penelitian hukum yang sosiologis memberikan arti penting pada langkah-langkah observasi dan analisis yang bersifat empiris-kuantitatif, maka sering disebut *socio-legal research*.¹⁹⁵

Berdasarkan penjelasan di atas, **penulis memutuskan menggunakan metode penelitian hukum normatif-empiris** untuk meneliti dan menulis pembahasan skripsi ini sebagai metode penelitian hukum **berdasarkan fokus penelitiannya**. Penggunaan metode penelitian hukum normatif-empiris dalam upaya penelitian dan penulisan skripsi ini dilatari kesesuaian teori dengan metode penelitian yang dibutuhkan penulis dalam menyusun skripsi ini.

Sebagaimana diterangkan dalam uraian di atas, penelitian hukum yang dilakukan penulis dimulai dengan mengkaji ketentuan-ketentuan hukum positif tertulis yang diberlakukan pada peristiwa hukum *in concreto* dalam kasus posisi penundaan perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008 terkait indikasi *short-selling*, baru kemudian mengkaji penerapan ketentuan hukum positif tertulis tadi pada peristiwa peristiwa hukum *in concreto* dalam kasus tersebut. Dimana tahap-tahap yang digunakan penulis adalah sejalan dengan tahap-tahap penelitian hukum normatif-empiris, yaitu:

- i. Tahap pertama adalah kajian mengenai hukum normatif yang berlaku, yaitu dengan mengkaji ketentuan-ketentuan hukum sebagai berikut:

¹⁹⁴ *Ibid.*, hal.2.

¹⁹⁵ *Ibid.*, hal. 3.

1. Peraturan Bapepam V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997;
2. Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 Juni 2008;
3. Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No.Kep-258/BL/2008 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 Juni 2008;
4. Pasal 1 Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No.Kep-401/BL/2008 tentang Pembelian Kembali Saham Yang Dikeluarkan Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik Dalam Kondisi Pasar Yang Berpotensi Krisis yang ditetapkan tanggal 9 Oktober 2008;
5. Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal No.Kep-09/PM/1997 tentang Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah yang ditetapkan tanggal 30 April 1997;
6. Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal;
7. Peraturan No.II-A tentang Perdagangan Efek yang ditetapkan pada tanggal 7 Desember 2004 dan diubah pada tanggal 11 Desember 2006 melalui Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-307/BEJ/12-2006;

8. Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-307/BEJ/12-2006 tentang Perubahan/Penambahan Peraturan No.II-A Tentang Perdagangan Efek yang ditetapkan pada tanggal 11 Desember 2006;
 9. Peraturan Bapepam X.A.1 tentang Laporan Bursa Efek yang ditetapkan pada tanggal 17 Januari 2004;
 10. Peraturan Bapepam III.A.10 tentang Transaksi Efek yang ditetapkan tanggal 26 Desember 1997;
 11. Peraturan Pemerintah No. 12 Tahun 2004 tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah No. 45 Tahun 1995 Tentang Penyelenggaraan Kegiatan Di Bidang Pasar Modal;
 12. Peraturan Pemerintah No. 45 Tahun 1995 Tentang Penyelenggaraan Kegiatan Di Bidang Pasar Modal;
- ii. Tahap kedua adalah penerapan ketentuan-ketentuan hukum positif tertulis tersebut pada peristiwa *in concreto* guna mencapai tujuan yang telah ditentukan, yaitu kasus kasus posisi penundaan perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008 terkait indikasi *short-selling*. Sebagaimana dijelaskan di atas, penerapan tersebut dapat diwujudkan melalui perbuatan nyata dan dokumen hukum. Penulis membagi perwujudan penerapan tersebut dengan mengemukakan fakta hasil penelitian yang meliputi:
1. Perbuatan Nyata, yaitu
 - 1.1. Dengan adanya transaksi *short-selling* yang dilakukan sejumlah pelaku bursa sebagaimana diakui oleh narasumber-narasumber yang diwawancarai penulis, meliputi pengamat pasar modal independen Yanuar Rizky, pengamat pasar modal dari DeLoitte Felix Sindhunata dan peneliti dari Alfa Paramitra Sekuritas Pardomuan Sihombing;

1.2. Dengan adanya penghentian perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008 sebagaimana diakui oleh narasumber yang diwawancarai penulis, yaitu Direktur Pengawasan Bursa Efek Indonesia Justitia Tripurwasani;

1.3. Dengan adanya pemeriksaan atas penyebab penurunan Indeks Harga Saham Gabungan dan harga saham lain secara keseluruhan yang sangat tajam pada tanggal 6-18 Oktober 2008 terkait indikasi *short-selling* sebagaimana diakui oleh narasumber yang diwawancarai penulis, yaitu Direktur Pengawasan Bursa Efek Indonesia Justitia Tripurwasani;

2. Dokumen hukum, yaitu :

2.1. Pernyataan pers dari Bursa Efek Indonesia yang diumumkan di situs resmi Bursa Efek Indonesia mengenai Penghentian Sementara Perdagangan pada tanggal 9 Oktober 2008 sebagaimana diumumkan melalui Press Release Bursa Efek Indonesia No: 023/BEI.SPR/10-2008 pada tanggal 9 Oktober 2008;

2.2. Pernyataan pers dari Bursa Efek Indonesia yang diumumkan di situs resmi Bursa Efek Indonesia mengenai Peniadaan Perdagangan Sesi I Tanggal 10 Oktober 2008 sebagaimana diumumkan melalui Press Release Bursa Efek Indonesia No: 024/BEI.SPR/10-2008;

2.3. Pernyataan pers dari Bursa Efek Indonesia yang diumumkan di situs resmi Bursa Efek Indonesia mengenai Peniadaan Perdagangan Sesi II tanggal 10 Oktober 2008 sebagaimana

diumumkan melalui Press Release Bursa Efek Indonesia No: 025/BEI.SPR/10-2008;

2.4. Pengumuman Bursa Efek Indonesia tertanggal 9 Oktober 2008 No. Peng. 0439/BEI.PSH/U/10-2008 yang diumumkan di situs resmi Bursa Efek Indonesia mengenai Pembukaan Kembali Perdagangan Sesi I pada tanggal 10 Oktober 2008;

2.5. Pernyataan pers dari Bursa Efek Jakarta yang diumumkan di situs resmi Bursa Efek Indonesia mengenai pembukaan kembali perdagangan pada tanggal 8-10 Oktober sebagaimana diumumkan melalui Press Release Bursa Efek Indonesia No.026/BEI.SPR/10-2008 tanggal 12 Oktober 2008 tentang Pembukaan Kembali Perdagangan;

2.6. Pernyataan pers dari Bursa Efek Jakarta yang diumumkan di situs resmi Bursa Efek Indonesia mengenai Pengumuman Penghentian Sementara Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas dan Derivatif di BEI pada tanggal 8 Oktober 2008 sebagaimana diumumkan melalui Press Release Bursa Efek Indonesia No: 021/BEI.SPR/10-2008;

2.7. Pernyataan dari Menteri Keuangan RI yang dimuat media cetak dan media elektronik mengenai indikasi *short-selling* dalam penghentian perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008;

2.8. Pernyataan dari Menteri Keuangan RI yang dimuat media cetak dan media elektronik mengenai penindakan pelaku *short-selling*

terkait penghentian perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008;

2.9. Pernyataan dari Direktur PT Bursa Efek Indonesia Erry Firmansyah yang dimuat media cetak dan media elektronik mengenai penghentian perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008 dan upaya pemeriksaannya;

2.10. Pernyataan dari pejabat-pejabat Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan yang dimuat media cetak dan media elektronik mengenai penghentian perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008 dan upaya pemeriksaannya.

3.2.2. PEMBAGIAN JENIS PENELITIAN HUKUM BERDASARKAN SIFAT DAN TUJUAN PENELITIAN

Berdasarkan sifat dan tujuannya, penelitian hukum dibagi menjadi tiga, yaitu:¹⁹⁶

a. Penelitian hukum eksploratori (*exploratory legal study*)

Dapat diartikan sebagai penelitian hukum yang bersifat mendasar dan bertujuan untuk memperoleh keterangan, informasi, dan data mengenai hal-hal yang belum diketahui. Penelitian hukum eksploratori tidak memerlukan hipotesis atau teori tertentu. Metode pengumpulan data primer yang digunakan adalah observasi di lokasi penelitian dan wawancara dengan responden. Oleh karenanya Penelitian hukum eksploratori seringkali menjadi semacam studi kelayakan (*feasibility study*).

b. Penelitian hukum deskriptif (*descriptive legal study*)

Penelitian hukum deskriptif bersifat pemaparan dan bertujuan untuk memperoleh gambaran (deskripsi) lengkap tentang keadaan hukum

¹⁹⁶ Abdulkadir Muhammad, *op.cit.*, hal. 49.

yang berlaku di tempat tertentu dan pada saat tertentu, atau mengenai gejala yuridis yang ada, atau peristiwa hukum tertentu yang terjadi dalam masyarakat. Pada penelitian hukum deskriptif, peneliti yang melakukannya harus menggunakan teori atau hipotesis.¹⁹⁷

c. Penelitian hukum eksplanatori (*explanatory legal study*)

Penelitian hukum eksplanatori bersifat penjelasan dan bertujuan untuk menguji suatu teori atau hipotesis guna memperkuat atau menolak teori atau hipotesis hasil penelitian yang sudah ada.

Pembagian tipe-tipe di atas sesuai pemikiran Soerjono Soekanto yang menamai ketiga tipe tersebut sebagai pembagian dari “sifat penelitian”, J. Vredenburg yang menamai ketiga tipe tersebut sebagai pembagian dari “tujuan penelitian”, dan Robert K. Yin yang menamai ketiga tipe tersebut sebagai pembagian dari “strategi studi kasus”.¹⁹⁸

Berdasarkan penjelasan di atas, **penulis memutuskan menggunakan metode penelitian hukum eksplanatori** berdasarkan sifat dan tujuan penelitian yang penulis lakukan dalam menyusun skripsi ini. Pertimbangan penulis dilatarbelakangi tujuan penelitian ini dimaksudkan untuk menguji suatu teori atau hipotesis yang melandasi perancangan peraturan transaksi efek *short-selling* yang berlaku di Indonesia pada saat krisis finansial yang terjadi pada masa transisi Peraturan Bapepam-LK No.V.D.6, yang dianggap baik dan ketat oleh pembuat peraturan dan pelaku pasar modal namun transaksi efek *short-selling* tetap dapat menjadi faktor pendorong menurun tajamnya harga-harga saham pada tanggal 6-8 Oktober 2008.

3.3. TAHAP PENGOLAHAN DATA

Pengolahan data umumnya dilakukan melalui tahap-tahap berikut ini:¹⁹⁹

a. Pemeriksaan data (*editing*)

¹⁹⁷ *Ibid.*

¹⁹⁸ *Ibid.*, hal. 48.

¹⁹⁹ *Ibid.*, hal. 91.

Yaitu pembenaran apakah data yang terkumpul melalui studi pustaka, dokumen, wawancara, dan kuisisioner sudah dianggap relevan, jelas, tidak berlebihan, dan tanpa kesalahan.

b. Penandaan data (*coding*)

Yaitu pemberian tanda pada data yang diperoleh, baik berupa penomoran ataupun penggunaan tanda atau simbol atau kata tertentu yang menunjukkan golongan/kelompok/klasifikasi data menurut jenis dan sumbernya dengan tujuan menyajikan data secara sempurna, memudahkan rekonstruksi serta analisis data.

c. Penyusunan/sistematisasi data (*constructing/systematizing*)

Yaitu kegiatan menabulasi secara sistematis data yang sudah diedit dan diberi tanda itu dalam bentuk tabel-tabel yang berisi angka-angka dan persentase bila data itu kuantitatif, mengelompokkan secara sistematis data yang sudah diedit menurut klasifikasi data, dan urutan masalah bila data itu kualitatif.

Pengolahan data yang sudah dilakukan penulis antara lain meliputi tahap-tahap berikut ini:

a. **Pemeriksaan data (*editing*)**

Yaitu pembenaran yang penulis lakukan atas data yang terkumpul melalui studi pustaka, dokumen, dan wawancara melalui perbandingan studi pustaka dan dokumen yang memuat berbagai informasi yang sama dari penerbit atau media yang berbeda. Pembenaran ini disertai pemeriksaan silang antara data sekunder tersebut dengan para narasumber pada saat wawancara melalui penyusunan pertanyaan yang sedemikian rupa sehingga terdapat cek dan pengecekan ulang antara data sekunder dengan data primer. Hasil dari pemeriksaan data tersebut sudah dianggap penulis relevan, jelas, tidak berlebihan, dan tanpa kesalahan.

b. **Penandaan data (*coding*)**

Yaitu pemberian tanda yang penulis lakukan atas data yang diperoleh penulis dari studi pustaka, dokumen, dan transkrip wawancara

dengan menggunakan tanda dan kata tertentu yang menunjukkan golongan/kelompok/klasifikasi data menurut jenis dan sumbernya agar memudahkan rekonstruksi serta analisis data.

c. Penyusunan/sistematisasi data (*constructing/systematizing*)

Yaitu kegiatan menabulasi secara sistematis yang penulis lakukan atas data yang sudah diedit dan diberi tanda itu dalam penglompokkan secara sistematis data yang sudah diedit menurut klasifikasi data dan urutan masalah karena data tersebut merupakan data kualitatif.

3.4. PENDEKATAN YANG DIGUNAKAN DAN MEMPENGARUHI PENGOLAHAN DAN ANALISIS DATA

3.4.1. JENIS-JENIS PENDEKATAN PENELITIAN HUKUM

Di dalam penelitian hukum terdapat beberapa pendekatan, pendekatan-pendekatan yang digunakan di dalam penelitian hukum adalah pendekatan undang-undang (*statute approach*), pendekatan kasus (*case approach*), pendekatan historis (*historical approach*), pendekatan komparatif (*comparative approach*), dan pendekatan konseptual (*conceptual approach*).²⁰⁰

Prof. Dr. Peter Mahmud Marzuki menguraikan pendekatan-pendekatan yang digunakan di dalam penelitian hukum tersebut sebagai berikut;²⁰¹

- a. Pendekatan undang-undang (*statute approach*) dilakukan dengan menelaah semua undang-undang dan regulasi yang bersangkutan paut dengan isu hukum yang sedang ditangani.
- b. Pendekatan kasus dilakukan dengan cara melakukan telaah terhadap kasus-kasus yang berkaitan dengan isu yang dihadapi yang telah menjadi putusan pengadilan yang telah mempunyai kekuatan yang tetap.

²⁰⁰ Peter Mahmud Marzuki, *Ibid.*, hal. 93.

²⁰¹ *Ibid.*

- c. Pendekatan historis dilakukan dengan menelaah latar belakang apa yang dipelajari dan perkembangan pengaturan mengenai isu yang dihadapi.
- d. Pendekatan komparatif pendekatan ini dilakukan dengan membandingkan undang-undang suatu negara dengan undang-undang dari satu atau lebih negara lain mengenai hal yang sama.
- e. Pendekatan konseptual beranjak dari pandangan-pandangan dan doktrin-doktrin yang berkembang di dalam ilmu hukum.
- f. Pendekatan historis dilakukan dalam kerangka pelacakan sejarah lembaga hukum dari waktu ke waktu. Pendekatan ini sangat membantu peneliti untuk memahami filosofi dari aturan hukum dari waktu ke waktu. Di samping itu, melalui pendekatan demikian peneliti juga dapat memahami perubahan dan perkembangan filosofi yang melandasi aturan hukum tersebut.
- g. Pendekatan perbandingan dilakukan dengan mengadakan studi perbandingan hukum.

3.4.2. PENDEKATAN STUDI KASUS

Pendekatan kasus dalam penelitian normatif bertujuan untuk mempelajari norma-norma atau kaidah hukum yang dilakukan dalam praktek hukum²⁰². Dalam menggunakan pendekatan kasus, yang perlu dipahami oleh peneliti adalah *ratio decidendi*, yaitu alasan hukum yang digunakan oleh hakim untuk sampai kepada putusannya.²⁰³

Menurut Goodheart sebagaimana dikutip Peter Mahmud Marzuki, *ratio decidendi* dapat diketemukan dengan memperhatikan fakta materiil.²⁰⁴ Fakta-fakta tersebut berupa orang, tempat, waktu, dan segala yang menyertainya asalkan tidak terbukti sebaliknya.

²⁰² Johnny Ibrahim, *Ibid.*, hal. 268.

²⁰³ Peter Mahmud Marzuki, *op.cit.*, hal. 119 .

²⁰⁴ *Ibid.*

Ratio decidendi inilah yang menunjukkan bahwa ilmu hukum ilmu yang bersifat preskriptif, bukan deskriptif.²⁰⁵ Sedangkan *dictum*, yaitu putusan yang merupakan suatu yang bersifat deskriptif.²⁰⁶ Oleh karena itulah pendekatan kasus bukanlah merujuk kepada *dictum* putusan pengadilan, melainkan merujuk kepada *ratio decidendi*.²⁰⁷

Fakta materiil menjadi rujukan. Karena para pihak berpangkal dari fakta materiil itulah dalam membangun argumentasi guna meneguhkan posisi masing-masing.²⁰⁸ Dari suatu fakta materiil dapat terjadi dua kemungkinan putusan yang saling berlawanan. Yang menentukan adalah *ratio decidendi* putusan tersebut.²⁰⁹

Dalam konteks studi kasus hukum, terdapat tiga tipe studi kasus hukum, yaitu:²¹⁰

- a. Studi kasus nonyudisial, yaitu studi kasus hukum tanpa konflik yang tidak melibatkan pengadilan.
- b. Studi kasus yudisial, yaitu studi kasus hukum karena konflik yang diselesaikan melalui putusan pengadilan, disebut juga studi yurisprudensi.
- c. Studi kasus hukum langsung, yaitu studi kasus hukum yang masih berlangsung dari awal hingga berakhirnya proses kasus tersebut.

Dipandang dari segi karakteristik kasus yang menjadi objek penelitiannya, studi kasus hukum dapat digolongkan menjadi dua, yaitu:²¹¹

- a. Studi kasus tunggal, yang digunakan apabila kasus hukum yang banyak itu mempunyai kriteria atau karakteristik yang sama sehingga cukup diambil satu kasus hukum saja.

²⁰⁵ *Ibid.*

²⁰⁶ *Ibid.*

²⁰⁷ *Ibid.*

²⁰⁸ *Ibid.*

²⁰⁹ *Ibid.*, hal. 123.

²¹⁰ Abdulkadir Muhammad, *op.cit.*, hal. 40-41.

²¹¹ *Ibid.*, hal. 41.

- b. Studi kasus ganda, yang digunakan apabila ada beberapa kasus hukum yang mempunyai kriteria yang berbeda sehingga perlu diambil semua kasus atau beberapa kasus yang mewakili kasus hukum yang sejenis secara *purposive*.

Berdasarkan penguraian di atas, **penulis memutuskan menggolongkan studi kasus hukum yang penulis lakukan dalam tipe studi kasus hukum langsung dengan karakteristik studi kasus tunggal**. Pertimbangan penulis dilatari fakta bahwa kasus *short-selling* yang menjadi indikasi penyebab penghentian perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008 merupakan satu-satunya kasus sejenis yang terjadi sepanjang sejarah berdirinya Bursa Efek Indonesia sejak dibentuknya lembaga tersebut sebagai hasil penggabungan Bursa Efek Jakarta dengan Bursa Efek Surabaya.

Pertimbangan lain adalah karena penulis sudah mengamati dan mengikuti perkembangan kasus posisi penghentian perdagangan di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008 sejak dihentikannya perdagangan tanggal 8 Oktober 2008 hingga sekarang, yaitu hasil pemeriksaan lanjutan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan atas pelaku *short-selling* yang menyebabkan penurunan sangat tajam keseluruhan harga saham di Bursa Efek Indonesia tanggal 6-8 Oktober 2008 .

3.4.3. PENENTUAN PENDEKATAN MASALAH

Penentuan pendekatan masalah harus ditentukan berdasarkan fokus kajian. Setiap pendekatan selalu terdiri dari langkah-langkah pemecahan masalah.²¹² Pendekatan masalah dapat diidentifikasi menjadi, antara lain, yaitu:²¹³

- a. Apabila kajian memfokus pada pengembangan teori hukum, pendekatan masalah yang sesuai adalah pendekatan normatif analitis teori hukum (*approach of legal theory analysis*).

²¹² *Ibid.*, hal. 112.

²¹³ *Ibid.*, hal. 113.

- b. Apabila kajian memfokus pada sejarah hukum, pendekatan masalah yang sesuai adalah pendekatan normatif analitis sejarah hukum (*approach of legal philosophy analysis*).
- c. Apabila kajian memfokus pada filosofi hukum, pendekatan masalah yang sesuai adalah pendekatan normatif analitis filosofi hukum (*approach of legal philosophy analysis*).
- d. Apabila kajian memfokus pada perbandingan hukum, pendekatan masalah yang sesuai adalah pendekatan normatif analitis perbandingan hukum (*approach of comparative legal system*).
- e. Apabila kajian memfokus pada substansi hukum, pendekatan masalah yang sesuai adalah pendekatan normatif analitis substansi hukum.
- f. Apabila kajian memfokus pada perancangan hukum, pendekatan masalah yang sesuai adalah pendekatan normatif analitis perancangan hukum (*approach of legal drafting analysis*).

Berdasarkan penjelasan dua sub-bab di atas, **penulis memutuskan menggunakan pendekatan kasus/studi kasus untuk penelitian hukum yang penulis lakukan.** Penulis menggunakan pendekatan kasus/studi kasus karena permasalahan hukum yang diteliti dan dikaji oleh penulis baru timbul setelah ada kasus posisi penghentian perdagangan sementara di Bursa Efek Indonesia tanggal 8-10 Oktober 2008 terkait indikasi transaksi efek *short-selling*, sementara otoritas bursa yaitu PT Bursa Efek Indonesia dan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan telah memfasilitasi sekaligus membatasi mekanisme transaksi efek *short-selling* di Indonesia melalui dua peraturan yang khusus mengatur mengenai transaksi efek *short-selling* di Bursa Efek Indonesia.

Dimana penulis menemukan, bahwa selama masa berlakunya kedua peraturan tersebut belum pernah ada suatu masalah yang menyebabkan perdagangan di Bursa Efek Indonesia dihentikan sepenuhnya sampai lebih dari satu sesi perdagangan. Selain itu, penulis berpegang pada pendapat hukum Johnny Ibrahim yang menyatakan bahwa pendekatan kasus dalam penelitian normatif

bertujuan untuk mempelajari norma-norma atau kaidah hukum yang dilakukan dalam praktek hukum.²¹⁴

Oleh karena kajian penelitian yang penulis lakukan difokuskan pada substansi hukum, sehingga **pendekatan masalah yang sesuai adalah pendekatan normatif analitis substansi hukum** dimana pendekatan normatif analitis substansi hukum tersebut tepat untuk diterapkan pada pendekatan kasus/studi kasus yang dipilih oleh penulis.

3.5. INTERPRETASI

Secara khusus, penulis hendak menguraikan peran interpretasi agar penelitian yang dilakukan penulis dapat lebih dipahami pembaca. Di dalam literatur, interpretasi dibedakan menjadi interpretasi berdasarkan kata-kata undang-undang, interpretasi berdasarkan kehendak pembentuk undang-undang, interpretasi sistematis, interpretasi historis, interpretasi teleologis, interpretasi antisipatoris, dan interpretasi modern.²¹⁵

Bentuk interpretasi yang paling awal adalah interpretasi berdasarkan kata-kata yang digunakan didalam undang-undang. Interpretasi ini disebut Interpretasi harfiah/literal atau *plain meaning*. Menurut Ian McLeod sebagaimana dikutip Peter Mahmud Marzuki, ide literatulisisme yang sederhana mencuat dari konsep dasar konstitusi supremasi legislatif Parlemen, pemisahan kekuasaan, dan aturan hukum sebagaimana diterjemahkan penulis dari pernyataan di bawah ini,

*“...The idea of simple literalism did spring from the basic constitutional concept of the legislative supremacy of parliament, the separation of power, and the rule of law...”*²¹⁶

Akibatnya, walaupun kata-kata yang digunakan keliru, tetap harus digunakan.²¹⁷ Interpretasi menurut kata-kata dalam undang-undang beranjak dari makna kata-kata yang tertuang didalam undang-undang.²¹⁸

²¹⁴ Johnny Ibrahim, *op.cit.*, hal. 268.

²¹⁵ Peter Mahmud Marzuki, *Ibid.*, hal. 106-107 .

²¹⁶ *Ibid.*, hal. 108.

²¹⁷ *Ibid.*

Macam interpretasi selanjutnya adalah interpretasi historis. Interpretasi historis dapat diartikan bahwa makna ketentuan undang-undang dilacak dari segi lahirnya ketentuan tersebut.²¹⁹

Interpretasi historis dapat dibedakan antara *wetshistorische interpretative* dan *rechtshistorische interpretative*.²²⁰ Agar melakukan *wetshistorische interpretative*, interpretasi dapat dirujuk mulai dari naskah akademis, risalah pembahasan di DPR sampai kepada pembahasan akhir pada sidang paripurna untuk persetujuan RUU menjadi undang-undang. Pada naskah akademis dapat dilihat sejarah mengapa ada ketentuan tersebut dan mengapa digunakan kata-kata tertentu dalam ketentuan itu.²²¹

Mengenai *rechtshistorische interpretative* pelacakan sejarah dilakukan terhadap lembaga hukum dari waktu ke waktu²²². Di dalam tulisan ini, *rechtshistorische interpretative* masuk ke dalam ruang lingkup pendekatan historis.

Suatu macam interpretasi yang kurang dikenal oleh para ahli hukum adalah interpretasi modern (*modern interpretation*). Interpretasi modern pertama kali dikemukakan oleh Ian McLoed. Menurutnya, interpretasi modern menitik beratkan kepada makna kata-kata dalam konteks tempat digunakannya kata-kata tersebut²²³.

Oleh karena itu, pokok yang paling penting melakukan interpretasi modern adalah kemampuan mengidentifikasi elemen-elemen yang membentuk konteks tersebut. Ian McLoed mengemukakan dua pokok bahasan tentang interpretasi modern, yaitu masalah bahasa dan masalah undang-undang²²⁴. Dari yang

²¹⁸ *Ibid.*, hal. 111.

²¹⁹ *Ibid.*, hal. 112.

²²⁰ *Ibid.*, hal. 113.

²²¹ *Ibid.*, hal. 112-113.

²²² *Ibid.*, hal. 113.

²²³ *Ibid.*, hal. 115.

²²⁴ *Ibid.*

dikemukakan oleh McLoed tersebut, rujukan terhadap kamus tidak selamanya benar.²²⁵

Berdasarkan penguraian mengenai jenis-jenis interpretasi di atas, penulis **memutuskan menggunakan metode interpretasi kata-kata di dalam undang-undang dan metode interpretasi historis.**

Pertimbangan penulis didasari bahwa terdapat fakta berdasarkan data primer dan sekunder bahwa pengambilan keputusan pihak PT. Bursa Efek Indonesia, Badan Pengawasan Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, serta Menteri Keuangan RI untuk melakukan penghentian sementara perdagangan di Bursa Efek Indonesia pada tanggal 8-10 Oktober 2008 dilatari kewenangan yang tertulis dalam peraturan-peraturan yang berkaitan, yaitu Peraturan Bursa Efek Indonesia No. II-A dan Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

3.6. PENGUMPULAN DATA DALAM PENELITIAN HUKUM

Terdapat dua jenis data dalam penelitian ilmiah, yaitu data primer dan data sekunder. Pada penelitian hukum normatif, bahan pustaka merupakan data dasar yang dalam penelitian digolongkan sebagai data sekunder.²²⁶ Data sekunder mempunyai ciri-ciri umum sebagai berikut :²²⁷

- a. Data sekunder pada umumnya ada dalam keadaan siap (*ready-made*);
- b. Bentuk dan isi data sekunder telah dibentuk dan diisi oleh peneliti-peneliti terdahulu;
- c. Data sekunder dapat diperoleh tanpa terikat atau dibatasi oleh waktu dan tempat.

Secara singkat, data primer adalah data yang harus diperoleh peneliti melalui penelitian langsung terhadap faktor-faktor yang menjadi latar belakang

²²⁵ *Ibid.*, hal. 116.

²²⁶ Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, *Penelitian Hukum Normatif : Suatu Tinjauan Singkat*, Cet. 8 (Jakarta : PT RajaGrafindo Persada, 2006), hal. 24.

²²⁷ Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, *Ibid.*, hal. 24.

penelitiannya. Oleh karenanya, data primer seringkali menjadi data dasar penelitian hukum empiris.

Penulis mengingatkan, harus dibedakan pemahaman jenis data penelitian dengan bahan hukum. Pada penjelasan selanjutnya akan dapat dipahami, data primer acapkali digolongkan menjadi bahan hukum sekunder sementara bahan hukum sendiri dikategorikan sebagai data sekunder dalam penalaran penelitian. Penggolongan ini dibedakan berdasarkan jenis penelitian hukum yang dilakukan.

Sebagaimana telah dijelaskan di atas penelitian hukum dapat dibedakan menjadi dua, yaitu penelitian hukum normatif atau penelitian hukum doktrinal yang condong bersifat kualitatif berdasarkan data sekunder dan penelitian hukum sosiologis atau non-doktrinal yang condong bersifat kuantitatif berdasarkan data primer.²²⁸

3.6.1. PENGUMPULAN DATA PRIMER

Selain ketiga metode tersebut, dikenal tiga jenis metode pengumpulan data primer yang umum dipakai dalam penelitian hukum normatif-empiris dan penelitian hukum empiris, yaitu:

1. Observasi adalah kegiatan peninjauan yang dilakukan di lokasi penelitian dengan pencatatan, pemotretan, dan perekaman mengenai situasi dan kondisi serta peristiwa hukum di lokasi.²²⁹ Observasi terbagi menjadi dua jenis, yaitu :
 - i. Observasi pra-penelitian berupa peninjauan di lapangan dan penjajakan awal mengenai segala hal yang berhubungan dengan penyusunan proposal penelitian dan perkiraan data yang diperlukan.
 - ii. Observasi berupa kegiatan pengumpulan data di lokasi penelitian dengan berpedoman pada alat pengumpul data yang sudah disiapkan terlebih dahulu, yang disesuaikan pembuatan alatnya berdasarkan proposal penelitian.

²²⁸ Johannes Supranto, *op.cit.*, hal. 2.

²²⁹ Abdulkadir Muhammad, *op.cit.*, hal. 85.

2. Wawancara adalah kegiatan pengumpulan data primer yang bersumber langsung dari responden penelitian di lapangan,²³⁰ yang akan memberikan peneliti informasi mengenai, antara lain, yaitu:²³¹
 - i. Pengetahuan, pengalaman, perasaan, perlakuan, tindakan, dan pendapat responden mengenai gejala yang ada atau peristiwa hukum yang terjadi;
 - ii. Subjek pelaku dan objek perbuatan dalam peristiwa hukum yang terjadi;
 - iii. Proses terjadi dan berakhirnya suatu peristiwa hukum;
 - iv. Solusi yang dilakukan oleh pihak-pihak, baik tanpa konflik, maupun dalam hal terjadi konflik;
 - v. Akibat yang timbul dari peristiwa hukum yang terjadi.

Hingga kini metode wawancara dianggap sebagai metode yang paling efektif dalam pengumpulan data primer karena pewawancara bertatap muka langsung dengan responden untuk menanyakan perihal pribadi responden, pendapat atau persepsi serta saran responden dan fakta yang terjadi di lokasi penelitian.²³²

3. Kuisisioner, yaitu daftar pertanyaan yang disusun secara tertulis berdasarkan proposal penelitian, digunakan untuk mengumpulkan data primer langsung dari responden yang ditunjuk di lokasi penelitian.²³³

Selo Sumardjan (Kontjaraningrat, Ed., 1983 : 217) menyatakan bahwa,

“..metode kuisisioner biasanya tidak efektif di negeri kita yang penduduknya umumnya belum biasa dengan penelitian kuisisioner...”²³⁴

²³⁰ *Ibid.*, hal. 86.

²³¹ *Ibid.*, hal. 86-87.

²³² *Ibid.*, hal. 88.

²³³ *Ibid.*, hal. 89.

²³⁴ *Ibid.*, hal. 90.

Menurut Prof. Dr. Peter Mahmud Marzuki, hasil wawancara dengan pejabat yang paling punya kewenangan pun bukan merupakan bahan hukum primer karena hasil wawancara itu tidak bersifat autoritatif.²³⁵

Wawancara memang bukan merupakan bahan hukum, tulis Prof. Dr. Peter Mahmud Marzuki dalam bukunya "Penelitian Hukum".²³⁶ Akan tetapi beliau menyarankan agar wawancara dikategorikan sebagai bahan non-hukum.²³⁷

Selain itu, beliau menyarankan ada baiknya kalau peneliti menyusun beberapa pertanyaan-pertanyaan atau mengemukakan isu hukum secara tertulis sehingga yang diwawancarai dapat memberikan pendapatnya secara tertulis. Sehingga, pendapat hukum tersebut dapat menjadi bahan hukum sekunder.²³⁸

Berdasarkan penguraian di atas, **penulis memutuskan menggunakan metode pengumpulan data primer** yang berkaitan langsung dan relevan dengan kasus posisi tersebut yaitu **wawancara**. Pertimbangan penulis menggunakan metode tersebut karena wawancara dapat mengumpulkan informasi yang relevan dari pihak-pihak yang terkait dengan kasus posisi tersebut. Metode wawancara diterapkan dalam penelitian skripsi ini karena fokus analisis penelitian ini adalah analisis kualitatif, bukan analisis kuantitatif.

Penulis memilih dan menentukan narasumber yang diwawancarai untuk mengetahui kasus posisi tersebut berdasarkan relevansi mereka terhadap informasi atas perkembangan dan latar belakang kasus posisi tersebut.

Para narasumber tersebut adalah:

1. Justitia Purwasani, Direktur Pengawasan Bursa Efek Indonesia, dengan poin-poin pertanyaan sebagai berikut:
 - a. Bagaimana dengan kebijakan yang diterbitkan Pemerintah berkaitan dengan krisis finansial global?

²³⁵ Peter Mahmud Marzuki, *op.cit.*, hal. 165.

²³⁶ *Ibid.*, hal. 165.

²³⁷ *Ibid.*

²³⁸ *Ibid.*

- b. Apakah sudah ada ketentuan yang memberikan kewenangan bagi otoritas bursa untuk menghentikan perdagangan sementara setelah terjadi penurunan tajam harga saham secara sejak awal?
- c. Berapa lama jangka waktu penghentian perdagangan yang dapat dihentikan otoritas bursa?
- d. Bagaimana bentuk campur tangan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan dalam kelanjutan penghentian perdagangan yang dapat dihentikan otoritas bursa?
- e. Apakah benar penghentian perdagangan di Bursa Efek Indonesia disebabkan oleh *short-selling*?

Poin-poin tersebut mengalami perubahan dan penyesuaian pada saat pelaksanaan wawancara dengan yang bersangkutan. Penulis mengadakan wawancara langsung dengan narasumber Justitia Tripurwasani tersebut pada tanggal 24 Oktober 2008 di ruang kerja yang bersangkutan di Lantai 4 Tower I Gedung IDX, Jakarta. Hasil transkrip yang telah ditandatangani narasumber sebagai persetujuan penggunaan hasil wawancara terlampir.

Oleh karena pelaksanaan wawancara tersebut dilangsungkan sekaligus sebagai bagian dari pekerjaan penulis sebagai wartawan, oleh karena itu sebagian isi wawancara dengan narasumber Justitia Tripurwasani dimuat dalam artikel di hukumonline yang diterbitkan tanggal 12 November 2008²³⁹.

2. Felix Sindhunata Pengamat Pasar Modal dari DeLoitte, dengan poin-poin pertanyaan sebagai berikut:

- a. Bagaimanakah mekanisme *short-selling* secara umum?
- b. Bagaimanakah pengaturan *short-selling* di Indonesia?
- c. Bagaimana membedakan *short-selling* sebagai kegiatan yang dianjurkan dengan *short-selling* sebagai kegiatan yang dilarang dalam perdagangan di Bursa Efek?
- d. Bagaimanakah kemungkinan *short-selling* dapat mempengaruhi perdagangan di Bursa Efek?

²³⁹ M4, "Di Balik Suspend BEI," <<http://www.hukumonline.com/detail.asp?id=20476&cl=Berita>>, diakses tanggal 12 November 2008 jam 16:08 WIB.

- e. Bagaimana pendapat Bapak mengenai dugaan Bursa akan adanya indikasi *short-selling* sebagai penyebab *suspend* BEI?
- f. Bagaimana pendapat Bapak mengenai *suspend* BEI sendiri ditinjau dari sisi hukum?
- g. Apakah *suspend* merupakan langkah legal atau tidak? Apakah sudah ada landasan hukumnya?
- h. Bagaimana dampak hukum *suspend* BEI itu sendiri?
- i. Sebaiknya bagaimana pemerintah melindungi pelaku bursa dari dampak tersebut?
- j. Langkah-langkah hukum apa yang harus ditempuh otoritas bursa terkait perlindungan tersebut?
- k. Apakah sudah ada landasan hukumnya?
1. Apakah perlu ada kebijakan yang dikeluarkan terkait dengan dampak *suspend* bagi pelaku bursa?

Poin-poin tersebut tidak mengalami perubahan dan penyesuaian pada saat pelaksanaan wawancara dengan yang bersangkutan karena narasumber Felix Sindhunata meminta agar wawancara dilakukan melalui korespondensi surat elektronik (*e-mail*). Persetujuan atas penggunaan hasil wawancara diberikan melalui pesan singkat dari narasumber Felix Sindhunata yang mendahului *e-mail* tersebut. Hasil korespondensi dari narasumber sebagai hasil wawancara terlampir.

3. Pardomuan Sihombing, Kepala Riset Alfa Paramitra Alfa Sekuritas, dengan poin-poin pertanyaan sebagai berikut:
 - a. Bagaimanakah mekanisme *short-selling* secara umum?
 - b. Bagaimanakah pengaturan *short-selling* di Indonesia?
 - c. Bagaimana membedakan *short-selling* sebagai kegiatan yang dianjurkan dengan *short-selling* sebagai kegiatan yang dilarang dalam perdagangan di Bursa Efek?
 - d. Bagaimanakah kemungkinan *short-selling* dapat mempengaruhi perdagangan di Bursa Efek?
 - e. Bagaimana pendapat Bapak mengenai dugaan Bursa akan adanya indikasi *short-selling* sebagai penyebab *suspend* BEI?

- f. Bagaimana pendapat Bapak mengenai *suspend* BEI sendiri ditinjau dari sisi hukum?
- g. Apakah *suspend* merupakan langkah legal atau tidak? Apakah sudah ada landasan hukumnya?
- h. Bagaimana dampak hukum *suspend* BEI itu sendiri?
- i. Sebaiknya bagaimana pemerintah melindungi pelaku bursa dari dampak tersebut?
- j. Langkah-langkah hukum apa yang harus ditempuh otoritas bursa terkait perlindungan tersebut?
- k. Apakah sudah ada landasan hukumnya?
- l. Apakah perlu ada kebijakan yang dikeluarkan terkait dengan dampak *suspend* bagi pelaku bursa?

Poin-poin tersebut mengalami perubahan dan penyesuaian pada saat pelaksanaan wawancara dengan yang bersangkutan. Penulis mengadakan wawancara langsung dengan narasumber Pardomuan Sihombing tersebut pada tanggal 17 November 2008 di ruang rapat yang bersangkutan di Lantai 6 Menara Dea, Jakarta. Hasil transkrip yang telah ditandatangani narasumber sebagai persetujuan penggunaan hasil wawancara terlampir.

4. Sardjito, Kepala Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, dengan poin pertanyaan:
 - a. Bagaimana perkembangan pemeriksaan lanjutan penyebab *suspend* BEI?
 - b. Apakah indikasi *short-selling* sudah terbukti?

Wawancara dilakukan melalui pesan singkat pada tanggal 29 Oktober 2008 dan tanggal 5 November 2008 karena narasumber Sardjito menolak dihubungi melalui telephone maupun *e-mail*. Narasumber juga menolak melakukan wawancara langsung. Pesan singkat yang dibalas oleh narasumber Sardjito hanya yang dikirim tanggal 29 Oktober 2008.

Oleh karena pelaksanaan wawancara tersebut dilangsungkan sekaligus sebagai bagian dari pekerjaan penulis sebagai wartawan, oleh karena itu seluruh isi pesan singkat hasil wawancara dengan narasumber Sardjito pada tanggal 29

Oktober 2008 tersebut dimuat dalam artikel di hukumonline yang diterbitkan tanggal 12 November 2008²⁴⁰.

5. Yanuar Rizky, Pengamat Pasar Modal, dengan poin-poin pertanyaan sebagai berikut :

- a. Bagaimanakah pengaturan *short-selling* di Indonesia menurut Bapak?
- b. Bagaimana membedakan *short-selling* sebagai kegiatan yang dianjurkan dengan *short-selling* sebagai kegiatan yang dilarang dalam perdagangan di Bursa Efek?
- c. Bagaimanakah kemungkinan *short-selling* dapat mempengaruhi perdagangan di Bursa Efek?
- d. Bagaimana pendapat Bapak mengenai dugaan Bursa akan adanya indikasi *short-selling* sebagai penyebab *suspend* BEI?
- e. Bagaimana pendapat Bapak mengenai *suspend* BEI sendiri ditinjau dari sisi hukum?
- f. Apakah *suspend* merupakan langkah legal atau tidak? Apakah sudah ada landasan hukumnya?
- g. Bagaimana dampak hukum *suspend* BEI itu sendiri?
- h. Sebaiknya bagaimana pemerintah melindungi pelaku bursa dari dampak tersebut?
- i. Langkah-langkah hukum apa yang harus ditempuh otoritas bursa terkait perlindungan tersebut?

Poin-poin tersebut mengalami perubahan dan penyesuaian pada saat pelaksanaan wawancara dengan yang bersangkutan. Penulis mengadakan wawancara dengan narasumber Yanuar Rizky melalui sambungan telephone tersebut pada tanggal 11 November 2008 ke nomor selular narasumber Yanuar Rizky. Persetujuan yang bersangkutan atas penggunaan hasil wawancara tersebut diberikan secara lisan pada saat wawancara. Oleh karena pelaksanaan wawancara tersebut dilangsungkan sekaligus sebagai bagian dari pekerjaan penulis sebagai wartawan, oleh karena itu sebagian isi wawancara dengan narasumber Yanuar

²⁴⁰ *Ibid.*

Rizky dimuat dalam artikel di hukumonline yang diterbitkan tanggal 12 November 2008²⁴¹.

3.6.2. PENGUMPULAN DATA SEKUNDER

Dalam penelitian hukum normatif, dikenal tiga jenis metode pengumpulan data sekunder, yaitu:

1. Studi kepustakaan (*bibliography study*), yaitu pengkajian informasi tertulis mengenai hukum yang berasal dari berbagai sumber dan dipublikasikan secara luas serta dibutuhkan dalam penelitian hukum normative. Berbagai sumber tersebut adalah:
 - a. Pembuat undang-undang Negara, produk hukumnya disebut perundang-undangan.
 - b. Pengadilan, produk hukumnya disebut putusan hakim (yurisprudensi).
 - c. Para pihak berkepentingan, produk hukumnya disebut kontrak konvensi.
 - d. Penulis hukum, produk hukumnya disebut buku ilmu hukum.
 - e. Peneliti hukum, produk hukumnya disebut laporan penelitian hukum yang termuat dalam jurnal hukum.
 - f. Pengamat hukum, produk hukumnya disebut tinjauan hukum yang termuat dalam media cetak.

Informasi tertulis yang diperoleh dari sumber-sumber di atas lazim disebut bahan hukum (*law material*). Bahan hukum tersebut dapat diklasifikasikan menjadi tiga golongan, yaitu:²⁴²

- a. Bahan hukum primer (*primary law material*)
Yaitu bahan hukum yang mempunyai kekuatan mengikat secara umum (perundang-undangan) atau mempunyai kekuatan mengikat bagi pihak-pihak berkepentingan (kontrak, konvensi, dokumen hukum, dan putusan hakim).

²⁴¹ *Ibid.*

²⁴² Abdulkadir Muhammad, *op.cit.*, hal. 82.

- b. Bahan hukum sekunder (*secondary law material*)
Yaitu bahan hukum yang memberi penjelasan terhadap bahan hukum primer (buku ilmu hukum, jurnal hukum, laporan hukum, dan media cetak, atau elektronik).
- c. Bahan hukum tertier (*tertiary law material*)
Yaitu bahan hukum yang memberi penjelasan terhadap bahan hukum primer dan bahan hukum sekunder (rancangan undang-undang, kamus hukum, dan ensiklopedia).

Dalam pelaksanaan studi pustaka, langkah-langkah yang ditempuh adalah sebagai berikut:²⁴³

- a. Mengidentifikasi sumber bahan hukum di mana bahan tersebut akan diperoleh melalui catalog perpustakaan atau langsung pada sumbernya.
- b. Menginventarisasi bahan hukum yang diperlukan peneliti melalui daftar isi pada produk hukum tersebut.
- c. Mencatat dan mengutip bahan hukum yang diperlukan peneliti pada lembar catatan yang telah disiapkan secara khusus pula dengan pemberian tanda pada setiap bahan hukum berdasarkan klasifikasi sumber bahan hukumnya dan aturan perolehannya.
- d. Menganalisis bahan hukum yang diperoleh itu sesuai dengan masalah dan tujuan penelitian.

2. Studi dokumen (*document study*), yaitu pengkajian informasi tertulis mengenai hukum yang tidak dipublikasikan secara umum tetapi boleh diketahui oleh pihak tertentu seperti pengajar hukum, peneliti hukum, praktisi hukum dalam rangka kajian hukum, pengembangan dan pembangunan hukum, serta praktik hukum.²⁴⁴ Dokumen hukum berasal dari berbagai sumber, yaitu:²⁴⁵

²⁴³ *Ibid.*

²⁴⁴ *Ibid.*

²⁴⁵ *Ibid.*, hal. 83-84.

- a. Undang-undang, yang atas perintah undang-undang diterbitkan dokumen hukum sebagai alat bukti tertulis seperti kuitansi pembayaran.
- b. Pengadilan, yang menghasilkan dokumen hukum seperti berita acara sidang.
- c. Pihak-pihak yang berkepentingan, yang menghasilkan dokumen hukum seperti MoU, kontrak, dan konvensi.
- d. Ahli hukum, yang menghasilkan dokumen hukum antara lain surat kuasa khusus.
- e. Peneliti hukum, yang menghasilkan dokumen hukum berupa laporan penelitian yang tidak dipublikasikan.
- f. Studi arsip (*file or record study*), yaitu pengkajian informasi tertulis mengenai peristiwa yang terjadi pada masa lampau yang mempunyai nilai historis, disimpan dan dipelihara di tempat khusus untuk referensi. Proses studi arsip sama dengan proses studi dokumen. Arsip dalam arti sempit adalah surat-surat yang bernilai pembuktian tentang peristiwa yang sudah terjadi dan tidak dipublikasikan serta disimpan di tempat khusus kantor dinas atau lembaga atau perusahaan tertentu dan menjadi referensi bagi kegiatan dinas atau lembaga atau perusahaan yang bersangkutan.

Menurut Prof. Sunaryati, penelitian hukum mengadakan perbedaan antara:

- a. Bahan hukum primer, yang dibagi lagi menjadi *mandatory primary sources* yaitu perundang-undangan nasional atau yang dikeluarkan oleh penguasa dari wilayah hukum sendiri dan *persuasive primary sources* yaitu perundang-undangan dari propinsi yang berbeda atau putusan pengadilan di wilayah hukum yang berbeda tetapi menyangkut hal yang sama²⁴⁶.
- b. Bahan hukum sekunder.

²⁴⁶ Sunaryati Hartono, *op.cit.*, hal. 134.

Prof. Peter Mahmud Marzuki menguraikan perbedaan kedua bahan tersebut terletak pada sifat bahan hukum primer. Bahan hukum primer bersifat autoritarif, artinya mempunyai otoritas. Bahan-bahan hukum primer terdiri dari perundang-undangan, catatan-catatan resmi atau risalah dalam pembuatan perundang-undangan dan putusan-putusan hakim.²⁴⁷

Bahan hukum sekunder yang terutama adalah buku teks karena buku teks berisi mengenai prinsip-prinsip dasar Ilmu Hukum dan pandangan-pandangan klasik para sarjana yang mempunyai kualifikasi tinggi.²⁴⁸

Disamping buku teks, bahan hukum sekunder dapat berupa tulisan-tulisan tentang hukum baik dalam bentuk buku ataupun jurnal-jurnal. Tulisan-tulisan hukum tersebut berisi tentang perkembangan atau isu-isu yang aktual mengenai hukum bidang tertentu.²⁴⁹ Tulisan-tulisan hukum tersebut antara lain adalah skripsi, tesis, dan disertasi hukum dan jurnal-jurnal hukum, kamus-kamus hukum, dan komentar-komentar atas putusan pengadilan.²⁵⁰

Prof. Dr. Peter Mahmud Marzuki juga menegaskan bahwa hasil dialog juga bukan merupakan bahan hukum.²⁵¹ Namun, apabila substansinya merupakan substansi hukum dan bukan yang bersifat sosio-legal sebagaimana yang sering ditayangkan di televisi kemudian hasil dialog hukum dipublikasikan, maka sudah barang tentu hasil dialog itu dapat menjadi bahan hukum sekunder.²⁵²

Meskipun kesaksian di pengadilan berlangsung secara lisan, kesaksian itu selalu dicatat secara cermat. Oleh karena itulah kesaksian ahli hukum yang menjadi saksi ahli dalam suatu sidang pengadilan dapat menjadi bahan hukum sekunder.²⁵³ Makalah sebagai bahan hukum dianggap Prof. Dr. Peter Mahmud

²⁴⁷ Peter Mahmud Marzuki, *op.cit.*, hal. 41.

²⁴⁸ *Ibid.*, hal. 142.

²⁴⁹ *Ibid.*, hal. 143.

²⁵⁰ *Ibid.*, hal. 155.

²⁵¹ *Ibid.*, hal 165

²⁵² *Ibid.*

²⁵³ *Ibid.*, hal. 156.

Marzuki sebagai makalah hukum, maka makalah dapat dijadikan bahan hukum sekunder.²⁵⁴

Khusus mengenai penggunaan data dari media elektronik untuk bahan hukum sekunder, penulis memberi perhatian khusus karena banyak bahan hukum sekunder yang diperoleh penulis dari artikel media elektronik.

Pasal 15 huruf a Undang-Undang No. 12 Tahun 2002 tentang Hak Cipta telah menegaskan bahwa untuk tujuan penelitian dan penulisan karya ilmiah, penggunaan bahan-bahan hukum yang dilindungi oleh hak cipta dikecualikan dan tidak dianggap sebagai pelanggaran hak cipta.²⁵⁵ Satu hal penting yang ditekankan Johnny Ibrahim mengenai hak cipta adalah tidak adanya hak cipta internasional. Karena pada prinsipnya, hak cipta bersifat territorial dan berlaku hanya dalam wilayah satu negara²⁵⁶.

Data sekunder yang digunakan oleh penulis meliputi antara lain:

1. Bahan Hukum Primer

- a. Peraturan Bapepam V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997;
- b. Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 Juni 2008;
- c. Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No.Kep-258/BL/2008 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 Juni 2008;
- d. Pasal 1 Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No.Kep-401/BL/2008 tentang Pembelian

²⁵⁴ *Ibid.*, hal. 166.

²⁵⁵ *Ibid.*, hal. 290.

²⁵⁶ *Ibid.*

Kembali Saham Yang Dikeluarkan Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik Dalam Kondisi Pasar Yang Berpotensi Krisis yang ditetapkan tanggal 9 Oktober 2008;

- e. Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal No.Kep-09/PM/1997 tentang Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah yang ditetapkan tanggal 30 April 1997;
- f. Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal;
- g. Peraturan No.II-A tentang Perdagangan Efek yang ditetapkan pada tanggal 7 Desember 2004 dan diubah pada tanggal 11 Desember 2006 melalui Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-307/BEJ/12-2006;
- h. Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-307/BEJ/12-2006 tentang Perubahan/Penambahan Peraturan No.II-A Tentang Perdagangan Efek yang ditetapkan pada tanggal 11 Desember 2006;
- i. Peraturan Bapepam X.A.1 tentang Laporan Bursa Efek yang ditetapkan pada tanggal 17 Januari 2004;
- j. Peraturan Bapepam III.A.10 tentang Transaksi Efek yang ditetapkan tanggal 26 Desember 1997;
- k. Peraturan Pemerintah No. 12 Tahun 2004 tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah No. 45 Tahun 1995 Tentang Penyelenggaraan Kegiatan Di Bidang Pasar Modal;
- l. Peraturan Pemerintah No. 45 Tahun 1995 Tentang Penyelenggaraan Kegiatan Di Bidang Pasar Modal.

2. Bahan Hukum Sekunder

2.1. Buku :

- 2.1.1. Penegakan Hukum dan Pengawasan Pasar Modal Indonesia oleh Dr. H. Jusuf Anwar, SH., MA;
- 2.1.2. Solusi Investasi di Bursa Saham Indonesia oleh Hendra Syamsir;

- 2.1.3. Bencana Finansial : Stabilitas Sebagai Barang Publik oleh A. Prasetyantoko;
- 2.1.4. Pasar Modal Di Indonesia : Pendekatan Tanya Jawab oleh Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin;
- 2.1.5. Pengantar Pasar Modal oleh Drs. M. Paulus Situmorang, MBA.;
- 2.1.6. Keterbukaan Dalam Pasar Modal oleh Bismar Nasution;
- 2.1.7. Pasar Modal Indonesia : Retropeksi Lima Tahun Swatanisasi BEJ oleh Jasso Winarto, ed.;
- 2.1.8. Pengantar Pasar Modal oleh Pandji Anoraga dan Piji Pakarti;
- 2.1.9. Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia oleh M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya;
- 2.1.10. Pasar Modal oleh Rusdin;
- 2.1.11. *Investment Mega Trends* oleh Dr. Bob Froehlich;
- 2.1.12. Pasar Modal Modern : Tinjauan Hukum oleh Munir Fuady;
- 2.1.13. Pasar Modal dan Manajemen Portofolio oleh Mohammad Samsul;
- 2.1.14. Saham dan Obligasi : Ringkasan Teori dan Soal Tanya Jawab oleh Dyah Ratih Sulistyastuti;
- 2.1.15. *Stock Market Manipulation and Short-selling* oleh Vivien Goldwasser;
- 2.1.16. Hukum Pasar Modal Indonesia oleh Hamud M. Balfas;
- 2.1.17. *Sell and Sell Short* oleh DR. Alexander Elder.
- 2.2. Artikel Media Cetak dan Elektronik dari KontanOnline, Hukumonline, Okezone, Tempo, Republika, Bisnis Indonesia, Kompas, Kompas.Com.
- 2.3. Jurnal:
 - 2.3.1 *Securities Regulation Law Journal* Vol. 21 : 214, 1994;
 - 2.3.2. Jurnal Hukum Bisnis Vol. 27 – No. 3, Tahun 2008.

3. Bahan Hukum Tersier

- 3.1. Kamus Bisnis : 201 Rumus Bisnis, Keuangan, dan Akuntansi untuk Pengambilan Keputusan oleh Jae K. Shim, Joel Siegel, dan Stephen W. Hartman;
- 3.2. Istilah Pasar Modal A-Z oleh Hendy M.Fakhrudin.
- 3.3. Kamus Forex.co.id.
- 3.4. *Merriam-Webster Online Dictionary*.

3.7. SISTEMATIKA ANALISIS PENELITIAN HUKUM

Bambang Sunggono dalam bukunya Metodologi Penelitian Hukum menegaskan, bahwa tidak ada suatu penelitian akan dapat berlangsung dengan benar kalau tidak memanifestasikan penalaran yang benar dan memanifestasikan ketaatan yang benar pada hukum-hukum logika.²⁵⁷

Logika, menurut Bambang Sunggono, adalah suatu ilmu pengetahuan mengenai penyimpulan yang tepat, mengenal 2 (dua) model hukum logika yang ditempuh melalui prosedur penalaran, yaitu prosedur deduktif dan induktif.²⁵⁸

Penulis mengingatkan, bahwa proses berpikir induktif adalah proses berpikir untuk menarik suatu kesimpulan yang bersifat umum dari berbagai kasus yang bersifat khusus. Pengetahuan yang dihasilkan dari proses berpikir induktif merupakan esensi dari fakta-fakta yang dikumpulkan. Proses berpikir induktif digunakan dalam penelitian kasus studi hukum (*legal case study*). Penelitian hukum umumnya menggunakan strategi penelitian studi kasus.²⁵⁹

Proses berpikir deduktif menggunakan pola berpikir yang disusun dari dua buah pernyataan serta sebuah kesimpulan (silogismus). Pernyataan yang mendukung silogismus disebut premis. Premis sendiri dibedakan menjadi premis mayor dan premis minor.²⁶⁰

²⁵⁷ Bambang Sunggono, *op.cit.*, hal. 9.

²⁵⁸ *Ibid.*, hal. 10.

²⁵⁹ Abdulkadir Muhammad, *op.cit.*, hal. 8.

²⁶⁰ *Ibid.*, hal. 10.

Terdapat dua silogisme yang dikenal, yaitu silogisme deduksi dan silogisme induksi. Penggunaan masing-masing ditentukan oleh keyakinan orang mengenai apa yang harus dipandang sebagai sumber kebenaran sebagai sesuatu yang berada dan berawal dalam alam ide “*in abstracto*” akan banyak mendayagunakan silogisme deduksi. Silogisme deduksi bermakna berawal dari premis umum dan berakhir pada suatu kesimpulan yang khusus.

Aliran empirisme banyak menggunakan silogisme induksi. Silogisme induksi berarti berawal dari premis khusus dan berakhir pada kesimpulan yang umum.²⁶¹ Metode induksi memegang peranan penting dengan menjadi penentu pengujian apakah temuan-temuan deduksi boleh disahkan dan dipromosikan menjadi tesis.²⁶²

3.7.1. METODE ANALISIS PENELITIAN STUDI KASUS HUKUM

Dalam konteks studi kasus hukum, metode analisis yang banyak digunakan adalah *content analysis method*. *Content analysis method* menguraikan materi peristiwa hukum atau produk hukum secara rinci guna memudahkan interpretasi dalam pembahasan. Terdapat dua *content analysis method*, yaitu :

1. Tinjauan Yuridis, suatu bentuk analisis dari berbagai aspek dan mengungkapkan segi positif dan negatif suatu produk hukum dengan menitikberatkan pada penggunaan data sekunder yakni produk hukum.
2. Analisis Yuridis, suatu bentuk analisis dari berbagai aspek dan mengungkapkan segi positif dan negatif suatu produk hukum dengan menitikberatkan pada penggunaan data primer yang bersumber dari para intelektual dan lapisan masyarakat bawah serta data sekunder²⁶³.

Penulis menggunakan metode analisis yuridis sebagai metode penguraian materi peristiwa hukum yang diteliti dan ditulis dalam skripsi ini atas dasar pertimbangan penitiberatan penggunaan data primer yang bersumber dari wawancara dengan pejabat yang berwenang dari Bursa Efek Jakarta, Bapepam-

²⁶¹ Johannes Supranto, *op.cit.*, hal. 241.

²⁶² *Ibid.*, hal. 242.

²⁶³ Abdulkadir Muhammad. hal. 42.

LK, pengamat pasar modal, dan pelaku bursa serta data sekunder berupa peraturan-peraturan yang terkait dengan *short-selling*.

3.7.2 TEKNIK ANALISIS DOKUMEN

Pada tahap analisis data, secara nyata kemampuan metodologi peneliti diuji karena pada tahap ini ketelitian dan pencurahan daya pikir diperlukan secara optimal . Terdapat dua jenis analisis, yaitu analisis kuantitatif dan analisis kualitatif. Analisis kuantitatif baru dipergunakan apabila:

- a. Data berupa gejala yang terdiri dari angka-angka.
- b. Pengumpulan data dilakukan dengan kuesioner tertutup.
- c. Hubungan antarvariabel sangat jelas.

Penelitian hukum umumnya menggunakan analisis kualitatif dengan alasan-alasan sebagai berikut:

- a. Data yang terkumpul berupa kalimat-kalimat pertanyaan.
- b. Data yang terkumpul umumnya berupa informasi.
- c. Hubungan antarvariabel tidak dapat diukur dengan angka.
- d. Sampel lebih bersifat nonprobabilitas atau ditentukan secara *purposive*.
- e. Pengumpulan data menggunakan metode wawancara dan observasi.
- f. Peneliti tidak selalu menggunakan teori yang relevan.

Bambang Sunggono menawarkan rumusan yang lebih singkat dan lebih mudah diikuti. Tahapan-tahapan tersebut dikembangkannya dalam teknik analisis penelitian hukum yang sejalan dengan kerangka pemikiran ilmiah, sebagaimana dipaparkan berikut:²⁶⁴

1. *Perumusan masalah*, yang merupakan pertanyaan mengenai obyek empiris yang jelas batas-batasnya serta dapat diidentifikasi faktor-faktor yang terkait didalamnya;
2. *Penyusunan kerangka berpikir dalam penulisan hipotesis*, berupa argumentasi yang menjelaskan hubungan yang mungkin terdapat antara

²⁶⁴ Bambang Sunggono, *op.cit.*, hal. 47.

berbagai faktor yang saling mengait dan membentuk konstelasipermasalahan. Kerangka berpikir ini disusun secara rasional berdasarkan premis-premis ilmiah yang telah teruji kebenarannya dengan memperhatikan faktor-faktor empiris yang relevan dengan permasalahan;

3. *Perumusan hipotesis*, merupakan jawaban sementara atau dugaan jawaban pertanyaan yang materinya merupakan kesimpulan dari rangka berpikir yang dikembangkan;
4. *Pengujian hipotesis*, merupakan pengumpulan fakta-fakta yang relevan dengan hipotesis untuk memperlihatkan apakah terdapat fakta-fakta pendukung hipotesis tersebut atau tidak;
5. *Penarikan kesimpulan*, merupakan penilaian apakah sebuah hipotesis yang diajukan itu ditolak atau diterima.

Bagaimana pun juga, penelitian hukum yang baik dan lengkap tidak dapat dilakukan oleh seorang sarjana hukum hanya dengan berdasarkan penguasaan dan penggunaan metode-metode penelitian sosial saja.²⁶⁵

Berdasarkan penguraian di atas, penulis memutuskan menggunakan metode Bambang Sunggono dalam teknik analisis penelitian hukum, yaitu:

1. *Perumusan masalah*, yang dilakukan dan disampaikan penulis dalam Bab I dari skripsi ini;
2. *Penyusunan kerangka berpikir dalam penulisan hipotesis*, yang dilakukan dan disampaikan penulis dalam Bab III dari skripsi ini;
3. *Perumusan hipotesis*, yang dilakukan dan disampaikan penulis dalam Bab II dari skripsi ini;
4. *Pengujian hipotesis*, yang dilakukan dan disampaikan penulis dalam Bab IV dari skripsi ini;
5. *Penarikan kesimpulan*, yang dilakukan dan disampaikan penulis dalam Bab V dari skripsi ini;

²⁶⁵ Sunaryati Hartono, *op.cit.*, hal. 45.

BAB 4

ANALISIS ASPEK LEGALITAS TRANSAKSI EFEK *SHORT-SELLING*
PADA MASA KRISIS KEUANGAN
STUDI KASUS : PENGHENTIAN SEMENTARA PERDAGANGAN
BURSA EFEK INDONESIA TANGGAL 8-10 OKTOBER 2008
TERKAIT INDIKASI *SHORT-SELLING* YANG MEMICU PENURUNAN
HARGA SECARA TAJAM

4.1. ASPEK LEGALITAS PELAKSANAAN TRANSAKSI EFEK *SHORT-SELLING* PADA SAAT KRISIS KEUANGAN

Transaksi Efek *Short-selling* adalah kegiatan transaksi perdagangan efek yang bersandar pada kegiatan pinjam-meminjam. *The House of Committee on Government Operations*, Amerika Serikat, menyatakan bahwa pelaku *short-selling* yang dikenal dengan sebutan *short-seller* dengan jelas mengharapkan dan mencari kesempatan untuk meraih keuntungan dari penurunan harga saham. Ketika pelaku *short-selling* aktif bergerak, investor lain harus memahami bahwa para pelaku *short-selling* ini menggunakan evaluasi negatif terhadap efek yang hendak di-*short* dan dapat mendorong harga turun dengan *short-selling*. Pernyataan tersebut sebagaimana diterjemahkan penulis di bawah ini,

*“Short sellers...clearly expect and seek to profit from a decline in the stock price...When short-sellers are active, other investors must expect that these short sellers hold a highly negative evaluation of the stock and may drive the price down through further short selling...”*²⁶⁶

Ian Ramsay memaparkan bahwa terdapat beberapa alasan logis agar Transaksi Efek *Short-selling* dilegalkan, sebagaimana diuraikan di bawah ini:

1. Pertimbangan Pajak

Pertimbangan pajak dapat diterapkan apabila para investor bertahan pada posisi *short* terhadap sekuritas yang mereka pegang sejak lama. Apabila sebuah efek di-*short-selling* sampai mencapai keuntungan yang

²⁶⁶ Ian Ramsay, “*Short Selling : Further Issue*,” *Securities Regulation Law Journal* Vol. 21 :214 1993, hal. 215.

seharusnya diperoleh saat efek berada di posisi *long* sambil menunda penghitungan pajak keuntungan tersebut sampai mencapai jangka waktu tertentu harus merata pada akhir tahun terhadap efek lain yang telah diperoleh keuntungannya (*capital gain*) pada tahun sebelumnya²⁶⁷.

2. *Arbitrage* dan Lindung Nilai (*Hedging*)

Short-selling dapat digunakan untuk kepentingan *arbitrage* dan lindung nilai (*hedging*). Kamus Merriam-Webster mendefinisikan *arbitrage* sebagai tindakan yang menyerupai pembelian dan penjualan secara serempak terhadap efek pada bursa-bursa yang berbeda untuk mendapatkan keuntungan dari perbedaan harga, sebagaimana diterjemahkan penulis dari berikut ini, "...the nearly simultaneous purchase and sale of securities or foreign exchange in different markets in order to profit from price discrepancies²⁶⁸". Kamus Merriam-Webster juga mendefinisikan *arbitrage* sebagai pembelian efek dari target yang dialihkan terutama karena dipandang penjualan tersebut akan menguntungkan pelaku, sebagaimana diterjemahkan penulis berikut ini, "...the purchase of the stock of a takeover target especially with a view to selling it profitably to the raider²⁶⁹". Ian Ramsay merujuk pada penelitian Brent, Morse, dan Stice terhadap beberapa sekuritas. Penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan bahwa nilai suatu efek sangat erat kaitannya dengan keuntungan dari *arbitrage*. Mereka menemukan bahwa efek yang menarik bagi *arbitrage* dan *hedging* sangat tinggi korelasinya dengan pasar, juga merupakan efek yang paling banyak di-*short*. *Short-selling* meningkatkan kesempatan untuk *arbitrage* dan *hedging*.²⁷⁰

²⁶⁷ *Ibid.*

²⁶⁸ Merriam-Webster, "Arbitrage," < <http://www.merriam-webster.com/dictionary/arbitrage>>, diakses tanggal 24 November 2008 jam 22:10.

²⁶⁹ *Ibid.*

²⁷⁰ Ian Ramsay, *Ibid.*

3. Spekulasi

Unsur spekulasi banyak berperan dalam *short-selling* dimana hal tersebut menjadi pendorong motif investor untuk mencapai keuntungan dari selisih harga sebagaimana yang umum dihasilkan dari transaksi efek *short-selling*²⁷¹.

Pengamat Pasar Modal Felix Sindhunata dalam wawancara pribadinya dengan penulis tanggal 14 November 2008 menyatakan

”... Peran otoritas bursa harus lebih tinggi dalam mengendalikan hal ini guna melindungi investor secara umum. Mengingat tingkat spekulatif investor di Indonesia relatif tinggi. *Short-selling* sebenarnya bukan kegiatan yang dianjurkan, namun boleh dilakukan sesuai dengan peraturan berlaku. Tingkat risiko *short sell* jauh lebih tinggi dibandingkan dengan transaksi konvensional...”²⁷²

Transaksi Efek *Short-selling* di Indonesia sudah dilegalkan sejak tahun 1997 dengan ditetapkan Peraturan Bapepam V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997.

Indonesia bukan satu-satunya negara yang melegalkan Transaksi Efek *Short-Selling* dalam transaksi di Bursa. Kebijakan melegalkan Transaksi Efek *Short-Selling* dalam perdagangan saham merupakan suatu kebijakan yang dianggap wajar oleh berbagai negara, karena diharapkan dapat menciptakan pasar yang likuid.

Umumnya negara yang melegalkan Transaksi Efek *Short-Selling* dalam transaksi di Bursa menggunakan instrumen *Uptick Rule* untuk mengatur batasan-batasan dalam transaksi *short-selling*. Menurut Ian Ramsey, *Uptick Rule* merupakan serangkaian ketentuan yang pada pokok-pokoknya berisi, antara lain di bawah ini:²⁷³

²⁷¹ *Ibid.*

²⁷² Felix Sindhunata, *op.cit.*

²⁷³ Ian Ramsey, *op.cit.*

1. Penyediaan informasi tentang siapa penjual efek tersebut ketika harga turun, karena hanya pemegang saham tersebut pada saat itu yang berhak menjual pada harga yang lebih rendah dari ketentuan;
2. Aturan tersebut harus mempunyai efek menstabilkan, karena ditujukan untuk mencegah harga jatuh karena *short-sale*;
3. Aturan tersebut menyediakan waktu diseminasi informasi pasar oleh pengamat pasar, media massa, dan Perusahaan Efek berkaitan dengan penawaran efek kepada pelaku *short-selling*;

Pasal 1 huruf 1 Peraturan V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 dan disempurnakan tanggal 30 Juni 2008 menyatakan bahwa Transaksi Efek *Short-selling* adalah transaksi penjualan Efek dimana Efek yang dimaksud tidak dimiliki oleh penjual pada saat transaksi dilaksanakan.²⁷⁴

Sehingga dapat dipahami, meskipun dalam Transaksi Efek *Short-selling* Efek yang diperdagangkan tidak dimiliki oleh penjual pada saat transaksi dilaksanakan, namun tindakan ini dianggap legal dan sah di Indonesia.

Peraturan tersebut tidak secara spesifik mendefinisikan Transaksi Efek *Short-selling*, namun menggolongkan segala transaksi efek yang mengakibatkan posisi Short dianggap sebagai Transaksi Efek *Short-selling*. Keadaan ini dapat ditafsirkan dari Pasal 9 Peraturan Bapepam V.D.6 ditetapkan tanggal 30 April 1997.

Peraturan Bapepam V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short-selling* Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 secara garis besar mengatur:

1. Persyaratan Bagi Perusahaan Efek yang hendak memberi pembiayaan penyelesaian transaksi Efek dalam Transaksi Efek *Short-selling*;

²⁷⁴ Indonesia, *Peraturan tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi Short-selling Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 dan disempurnakan tanggal 30 Juni 2008*, Peraturan Bapepam-LK V.D.6, Pasal 1 huruf 1.

2. Persyaratan Bagi Nasabah yang hendak melakukan Transaksi Efek *Short-selling*;
3. Persyaratan Efek yang dapat di-*short*;
4. Kontrak Standar Peminjaman Efek yang dapat disetujui Bapepam;
5. Kewajiban Perusahaan Efek meneliti nasabahnya yang hendak melakukan Transaksi Efek *Short-selling*;
6. Kewajiban Perusahaan Efek dalam Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Jual/Beli Efek;
7. Batasan Nilai Jaminan;
8. Batasan Nilai Pembiayaan.

Apabila dikaitkan dengan konsep *Uptick Rule* yang dipaparkan Ian Ramsey di atas, maka pokok ketentuan mengenai keterbukaan informasi sebagai bentuk implementasi *Uptick Rule* dalam Peraturan Bapepam V.D.6 dapat dicermati dalam Pasal 2 dan Pasal 5 sebagaimana diuraikan di bawah ini.

Pasal 2 Peraturan Bapepam V.D.6 mengatur persyaratan Bagi Perusahaan Efek yang hendak memberi pembiayaan penyelesaian transaksi Efek dalam Transaksi Efek *Short-selling*. Perusahaan Efek tersebut harus memenuhi ketentuan sebagai berikut:

1. Mempunyai ijin usaha dari Bapepam sebagai Penjamin Emisi Efek atau Perantara Pedagang Efek;
2. Mempunyai Modal Kerja Bersih Disesuaikan setiap saat minimal Rp 5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah);
3. Mempunyai surat pernyataan dari Akuntan yang ditunjuk oleh Perusahaan Efek dan terdaftar di Bapepam yang menyatakan bahwa Akuntan tersebut telah memeriksa buku-buku, catatan-catatan dan sistem operasional Perusahaan Efek serta menyatakan bahwa Perusahaan Efek dimaksud memenuhi seluruh ketentuan Peraturan Bapepam Nornor V.D.3 tentang Pengendalian Interen dan Penyelenggaraan Pembukuan oleh Perusahaan Efek, surat pernyataan tersebut wajib dibuat dan ditandatangani oleh Akuntan dalam waktu 1 (satu) bulan sejak berakhirnya pemeriksaan, dan surat pernyataan

tersebut berlaku selama 12 (dua belas) bulan sejak surat pernyataan tersebut ditandatangani oleh Akuntan.

Persyaratan Bagi Nasabah yang hendak melakukan Transaksi Efek *Short-selling* sendiri diatur dalam Pasal 5 Peraturan Bapepam V.D.6. Nasabah yang hendak melakukan Transaksi Efek *Short-selling* haruslah merupakan nasabah yang mempunyai kekayaan bersih lebih dari Rp 1.000.000.000,00 (satu miliar rupiah) dan mempunyai pendapatan tahunan lebih dari Rp 200.000.000,00 (dua ratus juta rupiah). Nasabah yang memenuhi ketentuan tersebut berhak membuka Rekening Efek Marjin.

Rekening Efek Marjin diperlukan dalam transaksi efek *short-selling* karena berdasarkan Pasal 4 Peraturan Bapepam V.D.6 pembiayaan penyelesaian transaksi Efek bagi nasabah hanya dapat diberikan oleh Perusahaan Efek apabila nasabah telah membuka rekening Efek marjin pada Perusahaan Efek berdasarkan kontrak marjin antara nasabah dan Perusahaan Efek.

Persyaratan Efek yang dapat di-*short* diatur dalam Pasal 7 Peraturan Bapepam V.D.6 yang ditetapkan tanggal 30 April 1997. Efek tersebut harus memenuhi ketentuan sebagai berikut:

1. Tercatat di Bursa Efek;
2. Diperdagangkan setiap hari bursa untuk periode 6 (enam) bulan terakhir dengan nilai rata-rata per hari sekurang-kurangnya Rp1.000.000.000,00 (satu miliar rupiah); dan
3. Dimiliki oleh lebih dari 4.000 (empat ribu) Pihak untuk 6 (enam) bulan terakhir jika transaksi dimaksud mengakibatkan Posisi *Short*.

Kontrak Standar Peminjaman Efek yang dapat disetujui Bapepam diatur dalam Pasal 9 Peraturan Bapepam V.D.6 yang ditetapkan tanggal 30 April 1997. Kontrak standar yang disetujui oleh Bapepam memuat rincian antara lain mengenai:

1. Jumlah dan jenis Efek;
2. Waktu berlakunya pinjam meminjam;
3. Jaminan;
4. Hak-hak sehubungan dengan pemilikan Efek termasuk hak suara, hak memesan Efek terlebih dahulu, bonus, dividen, dan bunga;

5. Kewajiban perpajakan;
6. Biaya-biaya dalam rangka pinjam meminjam;
7. Wanprestasi; dan
8. Metode penilaian Efek yang dipinjamkan dan jaminan.

Kewajiban Perusahaan Efek meneliti nasabahnya yang hendak melakukan Transaksi Efek *Short-selling* diatur dalam Pasal 10 Peraturan Bapepam V.D.6 yang ditetapkan tanggal 30 April 1997. Pasal tersebut mengatur, sebelum Perusahaan Efek menyetujui untuk membiayai penyelesaian transaksi pembelian atau penjualan Efek, Perusahaan Efek tersebut wajib meneliti apakah:

1. Nasabah telah membuka rekening Efek margin pada Perusahaan Efek sebagaimana dimaksud dalam angka 3 peraturan ini;
2. Nasabah mempunyai Saldo Kredit dan atau Posisi Long dalam rekening Efek margin sebagai jaminan dalam jumlah yang memenuhi ketentuan peraturan ini;
3. Perusahaan Efek mempunyai cukup sumber pembiayaan untuk membiayai penyelesaian transaksi pembelian Efek dan atau telah membuat perikatan dengan LKP atau Perusahaan Efek lain untuk meminjam Efek yang diperlukan bagi penyelesaian transaksi penjualan Efek.

Kewajiban Perusahaan Efek dalam Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Jual/Beli Efek diatur dalam Pasal 11 Peraturan Bapepam V.D.6 yang ditetapkan tanggal 30 April 1997. Pasal tersebut mengatur, Apabila Perusahaan Efek memberikan pembiayaan penyelesaian transaksi pembelian atau penjualan Efek, maka Perusahaan Efek pada tanggal penyelesaian transaksi sesuai ketentuan Bursa Efek dimana transaksi Efek tersebut dilaksanakan wajib:

1. Mendebitkan jumlah Efek yang dibeli nasabah ke Buku Pembantu Efek atas nama nasabah;
2. Mendebitkan nilai transaksi pembelian Efek ke rekening Efek nasabah;
3. Mengkreditkan jumlah Efek yang dijual ke Buku Pembantu Efek atas nama nasabah;

4. Mengkreditkan nilai transaksi penjualan Efek ke rekening Efek nasabah.

Batasan Nilai Jaminan dan Batasan Nilai Pembiayaan masing-masing diatur di Pasal 12 dan 13 Peraturan Bapepam V.D.6 yang ditetapkan tanggal 30 April 1997. Pasal 12 Peraturan Bapepam V.D.6 yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 mengatur nilai jaminan atas kewajiban nasabah dalam rekening Efek marjin adalah:

1. Jumlah uang yang tercatat sebagai saldo kredit dalam rekening Efek marjin nasabah;
2. Nilai pasar wajar Efek Posisi *Long* pada Buku Pembantu Efek atas nama nasabah.

Pasal 13 Peraturan Bapepam V.D.6 yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 mengatur nilai pembiayaan atas transaksi dalam rekening Efek marjin terdiri dari:

1. Jumlah uang yang tercatat sebagai saldo debit dalam rekening Efek marjin;
2. Nilai pasar wajar Efek yang harus diterima Perusahaan Efek dari nasabah sebagaimana tercatat dalam rekening Efek marjin sebagai Posisi *Short*.

Nilai pembiayaan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 13 Peraturan Bapepam V.D.6 yang ditetapkan tanggal 30 April 1997, harus tidak melebihi 50% (lima puluh perseratus) dari nilai jaminan yang ditetapkan Pasal 12 Peraturan Bapepam V.D.6 pada saat pelaksanaan transaksi.

Peraturan Bapepam V.D.6 berlaku sejak tanggal 30 April 1997 dan seterusnya. Pada tanggal 30 Juni 2008, Peraturan Bapepam V.D.6 disempurnakan melalui revisi yang ditetapkan melalui Keputusan Ketua Bapepam-LK No. 258/BL/2008.

Revisi itu dilakukan seiring terjadinya krisis keuangan yang melanda dunia pada semester awal 2008, termasuk di Indonesia. Sejak akhir semester pertama 2008, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia mengalami penurunan yang sangat tajam. Makanya untuk mengantisipasi transaksi yang bisa

membuat IHSG makin jatuh, Bapepam–LK menerbitkan sejumlah aturan termasuk revisi aturan *short-selling*.²⁷⁵

Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) Ahmad Fuad Rahmany dalam Pernyataan Pers tanggal 30 Juni 2008 menyatakan bahwa Penyempurnaan Peraturan V.D.6 lebih ditujukan untuk meningkatkan efisiensi dan efektivitas penerapan dan pengawasan *margin trading* sebagaimana tertuang dalam Inpres No 5 Tahun 2008 tentang Fokus Program Ekonomi Tahun 2008 – 2009, meningkatkan likuiditas transaksi Efek dan kualitas pembiayaan penyelesaian transaksi Efek oleh Perusahaan Efek bagi nasabah serta meningkatkan kepastian hukum atas transaksi Efek.²⁷⁶

Namun, meski Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 sudah diterbitkan tidak berarti berlaku serta merta bagi seluruh pelaku pasar sejak tanggal 30 Juni 2008. Bapepam–LK memberikan masa transisi agar pelaku bursa yang telah melakukan Transaksi Efek *Short-selling* sebelum 30 Juni 2008 dapat menyesuaikan diri dengan ketentuan yang diatur dalam Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6.

Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK), Ahmad Fuad Rahmany dalam Pernyataan Pers tanggal 30 Juni 2008 menyatakan, dalam rangka memberikan ruang bagi pelaku untuk mempersiapkan pelaksanaan perubahan peraturan dimaksud, maka diberikan masa transisi sebagai berikut:

1. Bursa Efek wajib menetapkan peraturan Bursa Efek yang mengatur persyaratan Efek yang dapat ditransaksikan dengan pembiayaan oleh Perusahaan Efek dan yang dapat digunakan sebagai jaminan pembiayaan dalam transaksi dimaksud, paling lambat 3 (tiga) bulan dan menyiapkan sistem dan atau sarana perdagangan yang

²⁷⁵ M4/Sut, "Jual Kosong Yang Bisa Menjatuhkan Bursa," <<http://www.hukumonline.com/detail.asp?id=20606&cl=Berita>> diakses tanggal 1 Desember 2008 jam 12:01.

²⁷⁶ Bapepam-LK, "PRESS RELEASE PENERBITAN PERATURAN BADAN PENGAWAS PASAR MODAL DAN LEMBAGA KEUANGAN", <www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/siaran_pers_pm/2008/pdf/RELEASE%20gabungan%20V.D.6%20dan%20IX.H.pdf>, diakses tanggal 1 Desember 2008 jam 12:12.

- memfasilitasi dilaksanakannya Transaksi *Short-selling* paling lambat satu tahun.
2. Lembaga Kliring dan Penjaminan wajib membuat kontrak standar pinjam meminjam Efek paling lambat 3 (tiga) bulan.
 3. Perusahaan Efek wajib memperhatikan hal berikut:
 - a. Perusahaan Efek yang telah memberikan fasilitas pembiayaan transaksi Efek kepada nasabah wajib menyesuaikan pembiayaan transaksi Efek yang telah diberikan kepada nasabah dimaksud dengan Peraturan Nomor V.D.6 yang baru paling lambat tanggal 31 Desember 2008;
 - b. Terhadap nasabah baru, maka ketentuan persyaratan nasabah dalam angka 3 Peraturan Nomor V.D.6 yang baru berlaku sepenuhnya sejak ditetapkannya Keputusan tersebut.

Dasar hukum pemberlakuan masa transisi diatur dalam Pasal 5 Keputusan Ketua Bapepam-LK No. 258/BL/2008, yang berbunyi:

“...Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-09/PM/1997 tanggal 30 April 1997 tentang Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Efek oleh Perusahaan Efek bagi nasabah tetap berlaku sampai tanggal 31 Desember 2008...”²⁷⁷

Ketentuan ini diperjelas oleh Ihda Muktiyanto Kepala Sub-Bagian Pengembangan Kebijakan Perusahaan Efek Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, dalam Workshop Sosialisasi dan Edukasi Kepada Wartawan Pasar Modal Mengenai Transaksi Repo dan *Short-selling* yang diselenggarakan pada tanggal 27 November 2008 dengan pernyataan berikut, “...Sepanjang masa transisi peraturan lama berlaku untuk nasabah lama dan peraturan baru berlaku untuk nasabah baru...”²⁷⁸

Masa transisi mempersiapkan pelaksanaan perubahan Peraturan Bapepam V.D.6 dirubah melalui Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-556/BL/2008 tertanggal 31 Desember 2008 tentang Perubahan Pasal 2 huruf a, Pasal 4 ayat (1),

²⁷⁷ Bapepam-LK, *Keputusan Ketua Bapepam-LK No. 258/BL/2008*, Pasal 5.

²⁷⁸ *Ibid.*

dan Pasal 5 Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-258/BL/2008. Pokok-pokok perubahan yang termaktub dalam Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-556/BL/2008 adalah sebagai berikut di bawah ini:

1. Batas waktu bagi Bursa Efek untuk menetapkan peraturan yang mengatur persyaratan Efek yang dapat ditransaksikan dengan pembiayaan oleh Perusahaan Efek dan yang dapat digunakan sebagai jaminan pembiayaan dalam transaksi sebagaimana diatur dalam Pasal 2 huruf a diubah dari paling lambat **30 September 2008** menjadi paling lambat **31 Januari 2009**;
2. Batas waktu bagi Perusahaan Efek untuk menyesuaikan pembiayaan transaksi Efek yang telah diberikan kepada nasabahnya yang diatur dalam Pasal 4 ayat (1), dari yang paling lambat **31 Desember 2008** diubah menjadi paling lambat **30 April 2009**;
3. Masa berlaku Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-09/PM/1997 tanggal 30 April 1997 tentang Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Efek oleh Perusahaan Efek bagi nasabah yang semula diberlakukan sampai tanggal 31 Desember 2008 sebagaimana diatur dalam Pasal 5 diubah menjadi berlaku sampai dengan tanggal **30 April 2009**.²⁷⁹

Penyempurnaan Peraturan V.D.6 sesuai dengan dua pokok terakhir konsep *Uptick Rule* yang diperkenalkan Ian Ramsey dalam pembahasan sebelumnya. Implementasi konsep *Uptick Rule* pada pokok yang menyatakan aturan tersebut harus mempunyai efek menstabilkan, karena ditujukan untuk mencegah harga jatuh karena *short-sale* dapat dicermati dari ketentuan baru mengenai batasan minimal Nilai Jaminan Awal, batasan maksimal Nilai Pembiayaan yang dapat diberikan Perusahaan Efek kepada Nasabah, kewajiban nasabah menambah jaminan dalam jangka waktu tertentu, dan kewajiban Perusahaan Efek melakukan penjualan Efek dalam jaminan. Pasal 6 huruf c angka 10 poin a Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 juga mencerminkan bentuk implementasi atas efek menstabilkan yang harus dimiliki suatu peraturan *short-selling*.

Alasan penulis, ketentuan Pasal 6 huruf c angka 10 poin a Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 menyatakan bahwa transaksi efek

²⁷⁹ Bapepam-LK, *Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-556/BL/2008*.

short-selling dibatasi dengan ketentuan harga penawaran jual yang dimasukkan dalam sistem perdagangan di Bursa Efek harus di atas harga yang terjadi terakhir di Bursa Efek²⁸⁰. Oleh karenanya, keberadaan Pasal 6 huruf c angka 10 poin a Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 memang dimaksudkan untuk memberi efek menstabilkan agar harga tidak jatuh karena *short-sale*.

Sedangkan implementasi konsep *Uptick Rule* pada pokok yang menyatakan aturan tersebut harus menyediakan waktu diseminasi informasi pasar oleh pengamat pasar, media massa, dan Perusahaan Efek berkaitan dengan penawaran efek kepada pelaku *short-selling* dinyatakan dalam Pasal 5 huruf d Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 sebagaimana dinyatakan di bawah ini:

1. Efek yang memenuhi syarat sebagaimana dimaksud dalam Angka 5 huruf c, yaitu Efek yang dapat ditransaksikan dengan teknik *short-selling* wajib diumumkan kepada publik dan dilaporkan kepada Bapepam-LK oleh Bursa Efek pada hari kerja setiap bulan;
2. Efek tersebut wajib di-*review* pemenuhan persyaratannya apabila ada informasi material, dan hasil *review* dimaksud diumumkan kepada publik dan dilaporkan kepada Bapepam-LK oleh Bursa Efek pada hari yang sama.²⁸¹

Selengkapnya, poin-poin perubahan dalam Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 dapat dicermati dalam uraian Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) Ahmad Fuad Rahmany dalam Pernyataan Pers tanggal 30 Juni 2008, di bawah ini yaitu:

1. Penyempurnaan persyaratan bagi Perusahaan Efek yang memberikan fasilitas pembiayaan Transaksi Marjin dan atau Transaksi *Short-selling* dari memiliki Modal Kerja Bersih Disesuaikan (MKBD)

²⁸⁰ Indonesia, *Peraturan tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi Short-selling Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 dan disempurnakan tanggal 30 Juni 2008*, Peraturan Bapepam-LK V.D.6, Pasal 6 huruf c angka 10 poin a.

²⁸¹ Indonesia, *Peraturan tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi Short-selling Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 dan disempurnakan tanggal 30 Juni 2008*, Peraturan Bapepam-LK V.D.6, Pasal 5 huruf d.

sekurang-kurangnya Rp5.000.000.000,00 dan surat pernyataan Akuntan yang menyatakan bahwa Perusahaan Efek memenuhi Peraturan Bapepam Nomor V.D.3 tentang Pengendalian Interen dan Penyelenggaraan Pembukuan oleh Perusahaan Efek, menjadi MKBD sesuai dengan Peraturan Nomor V.D.5 tentang Pemeliharaan dan Pelaporan Modal Kerja Bersih Disesuaikan dan yang bersangkutan memperoleh persetujuan dari Bursa Efek untuk melakukan Transaksi Marjin dan atau Transaksi *Short-selling*.

2. Penyempurnaan persyaratan nasabah yang menerima fasilitas pembiayaan Transaksi Marjin dan atau Transaksi *Short-selling* dari wajib mempunyai kekayaan bersih lebih dari Rp1.000.000.000,00 dan mempunyai pendapatan tahunan lebih dari Rp200.000.000,00 serta membuka rekening Efek marjin pada Perusahaan Efek menjadi wajib membuka Rekening Efek Pembiayaan Transaksi Marjin untuk nasabah yang akan melakukan Transaksi Marjin atau Rekening Efek Pembiayaan Transaksi *Short-selling* untuk nasabah yang akan melakukan Transaksi *Short-selling* pada Perusahaan Efek berdasarkan Perjanjian Pembiayaan, dan telah menyetorkan Jaminan Awal dengan nilai paling kurang masing-masing sebesar Rp200.000.000,00. Khusus nasabah yang menerima fasilitas pembiayaan Transaksi *Short-selling* selain syarat tersebut yang bersangkutan juga wajib menandatangani perjanjian pinjam meminjam Efek dengan Perusahaan.
3. Penyempurnaan persyaratan mengenai kriteria Efek yang dapat ditransaksikan dengan pembiayaan Transaksi Efek dari kriteria Efek yang ditentukan dalam Peraturan Bapepam dan LK, yaitu tercatat di Bursa Efek, diperdagangkan setiap hari bursa untuk periode 6 bulan terakhir dengan nilai rata-rata per hari sekurang-kurangnya Rp1.000.000.000,00 dan dimiliki oleh lebih dari 4.000 (empat ribu) Pihak untuk 6 (enam) bulan terakhir, menjadi Efek dimaksud tercatat di Bursa Efek dan persyaratan lainnya ditetapkan oleh Bursa Efek dalam peraturan Bursa Efek. Selanjutnya kriteria Efek tersebut di

atas juga berlaku untuk Efek yang dapat digunakan dalam Transaksi *Short-selling*.

4. Penyempurnaan ketentuan terkait dengan pembiayaan Transaksi Marjin sebagai berikut:
 - a. Nilai Jaminan Awal dari nasabah paling sedikit 50% atau Rp 200.000.000,00 mana yang lebih tinggi, dari nilai pembelian Efek yang diberi fasilitas pembiayaan oleh Perusahaan Efek;
 - b. Nilai pembiayaan yang dapat diberikan Perusahaan Efek kepada nasabah maksimal 65% dan jika nilai jaminan dari nasabah mengalami penurunan sehingga pembiayaan lebih dari 65% maka nasabah wajib menambah jaminan dalam waktu 3 (tiga) hari bursa. Jika dalam waktu 3 (tiga) hari bursa nasabah tidak menyetor tambahan jaminan maka pada hari bursa ke-4 (empat) sejak kondisi tersebut terjadi Perusahaan Efek wajib melakukan penjualan Efek dalam jaminan sehingga nilai pembiayaan maksimal 65%;
 - c. Jika nilai pembiayaan mencapai 80% dari nilai Jaminan Pembiayaan, maka Perusahaan Efek wajib segera menjual (*forced sell*) Efek dalam jaminan sehingga nilai pembiayaan maksimal 65%;
 - d. Jika Efek tidak lagi memenuhi syarat yang ditetapkan Bursa Efek sebagai Efek yang dapat ditransaksikan dengan pembiayaan penyelesaian transaksi Efek, maka pembiayaan transaksi Efek nasabah yang sudah berjalan wajib diselesaikan paling lambat 5 (lima) hari bursa sejak Efek tidak lagi memenuhi persyaratan.
 - e. Perusahaan Efek dilarang memberikan pembiayaan Transaksi Marjin kepada nasabah yang merupakan komisaris, direktur atau pegawai Perusahaan Efek.
5. Pengaturan secara rinci atas Transaksi *Short-selling* yang dilakukan oleh nasabah dan pengaturan baru terkait dengan Transaksi *Short-selling* yang dilakukan oleh Perusahaan Efek sendiri, antara lain:

- a. Nasabah atau Perusahaan Efek yang akan melakukan Transaksi *Short-selling* mempunyai sumber untuk mendapatkan Efek yang ditransaksikan secara *short-selling* untuk memenuhi kewajiban dalam transaksi tersebut antara lain nasabah sudah mengadakan perjanjian pinjam meminjam Efek dengan Perusahaan Efek dan Perusahaan Efek sudah melakukan perjanjian pinjam meminjam Efek dari Perusahaan Efek lain.
- b. Nilai Jaminan Pembiayaan yang wajib dipelihara oleh nasabah minimal 135% dari nilai pasar wajar Efek yang ditransaksikan secara *short-selling* (Posisi Short). Jika nilai jaminan tersebut mengalami penurunan sehingga kurang dari 135%, maka nasabah wajib menambah jaminan dalam waktu 3 (tiga) hari bursa sehingga nilai jaminan minimal 135%. Jika dalam waktu 3 (tiga) hari bursa nasabah tidak menyetor tambahan jaminan maka pada hari bursa ke-4 (empat) sejak kondisi tersebut terjadi Perusahaan Efek wajib melakukan pembelian Efek pada Posisi Short sehingga nilai jaminan minimal 135%. Selanjutnya jika nilai jaminan kurang dari 120%, maka Perusahaan Efek wajib melakukan pembelian Efek pada Posisi Short sehingga nilai jaminan minimal 135% dari nilai pasar wajar Efek pada Posisi Short dimaksud. Ketentuan yang setara dengan hal ini juga berlaku bagi Perusahaan Efek yang melakukan Transaksi *Short-selling*.

Selain itu, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) berkoordinasi dengan PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) untuk menyusun Standar Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek.

PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) telah membuat Standar Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek baik antara PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dengan Perusahaan Efek, antara PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dengan Nasabah, antara PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dengan Bank Kustodian, dan antara Perusahaan Efek dengan Nasabah.

PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) juga telah mendahuluiantisipasi perkembangan pasar modal dunia dengan menetapkan Peraturan KPEI No.II-10 tentang Jasa Pinjam Meminjam Efek Tanpa Warkat pada tanggal 14 November 2007 melalui Keputusan Direksi PT. Kliring Penjaminan Efek Indonesia No. Kep-009/DIR/KPEI/11/07.

Peraturan KPEI No.II-10 tentang Jasa Pinjam Meminjam Efek Tanpa Warkat memperkenalkan definisi Pinjam-Meminjam Efek dalam Pasal 1-nya. Pinjam-Meminjam Efek didefinisikan sebagai kegiatan pinjam-meminjam suatu Efek antara pihak pemilik Efek sebagai Pemberi Pinjaman dengan KPEI sebagai penerima pinjaman atau antara KPEI sebagai pemberi pinjaman dengan pihak yang membutuhkan Efek sebagai Penerima Pinjaman dengan menyerahkan agunan sebagai jaminan, dalam rangka mendukung aktivitas Transaksi Bursa.

Dengan memperkenalkan definisi Pinjam-Meminjam Efek dalam Peraturan KPEI No.II-10, maka kegiatan transaksi perdagangan efek yang menggunakan teknik pinjam-meminjam diakui sebagai kegiatan yang legal dan sah.

Dr. Alexander Elder menyatakan, ketika penjual dan investor melakukan transaksi, mereka menciptakan ikatan emosi serupa komitmen finansial dimana ikatan emosi ini dapat mempengaruhi trend pasar atau sebaliknya.²⁸² Keterkaitan ikatan emosi tersebut dengan *short-selling* menurut Dr. Alexander Elder adalah, "...*short-selling dampens excessive price swings and benefits the public*²⁸³ ..." yang dapat diterjemahkan bahwa *short-selling* memperkecil lonjakan harga yang terlalu besar dan menguntungkan masyarakat.

Namun pada saat terjadi krisis keuangan tahun 2008, dan Indeks Harga Saham Gabungan mengalami penurunan yang sangat tajam. Terutama pada tanggal 6-8 Oktober 2008. Puncak kemerosotannya terjadi pada tanggal 8 Oktober 2008 dimana Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di BEI merosot 22,17%. Penurunan tersebut menjadikannya penurunan terbesar dalam sejarah bursa saham Indonesia sejak April 1983.²⁸⁴

²⁸² *Ibid.* hal. 90.

²⁸³ *Ibid.* hal. 172.

²⁸⁴ Wisnu Wijaya, *loc.cit.*

Dr. Alexander Elder mengungkapkan hal tersebut terjadi karena sebagian besar penjual bertindak demikian bukan karena menganalisis pergerakan pasar, namun lebih karena disebabkan oleh pikiran mereka sendiri sebagaimana diterjemahkan penulis dari pernyataannya berikut, ”...most traders respond not so much to the markets but to the content of their own heads...”²⁸⁵

DR. A. Prasetyantoko menyatakan persetujuannya dengan teori Dr. Alexander Elder mengenai respon pelaku bursa yang tidak lagi mengindahkan pasar, sebagaimana dikutip di bawah ini,

”...Pada titik ini, perilaku investor tidak lebih dari kawanan (*herd behavior*) yang tidak berbasis pada perhitungan fundamental, namun lebih dipengaruhi oleh persepsi dan ekspektasi yang sangat rentan terhadap isu dan gosip...”²⁸⁶

Serentak pengamat pasar modal, pelaku bursa dan otoritas bursa turut menuding terdapat indikasi *short-selling* sebagai pemicu penurunan keseluruhan harga saham secara tajam pada tanggal 6-8 Oktober 2008 sebagai puncak krisis.²⁸⁷ Pihak otoritas bursa melarang transaksi *short-selling* sepanjang Oktober 2008.²⁸⁸ Mendadak transaksi *short-selling* menjadi kegiatan yang dilarang sepanjang jangka waktu tertentu.

Ihda Muktiyanto, Kepala Sub-Bagian Pengembangan Kebijakan Perusahaan Efek Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, dalam Workshop Sosialisasi dan Edukasi Kepada Wartawan Pasar Modal Mengenai Transaksi Repo dan *Short-selling* yang diselenggarakan pada tanggal 27 November 2008 menyatakan “...*Short-selling* bukan tindak pidana atau kejahatan sepanjang sesuai dengan peraturan kita...”²⁸⁹

²⁸⁵ Alexander Elder, *Sell and Sell Short*, Cet. 1, (New Jersey : John Wiley&Sons, 2008), hal. 24.

²⁸⁶ A. Prasetyantoko, *Bencana Finansial : Stabilitas Sebagai Barang Publik*, Cet.1, (Jakarta : PT. Kompas Media Nusantara, 2008) hal. 193.

²⁸⁷ Wisnu Wijaya, *loc.cit.*

²⁸⁸ Vina Nurul Iklima, ” ‘Short Selling’ Dilarang Oktober 2008,” <<http://www.inilah.com/berita/ekonomi/2008/10/06/53213/short-selling-dilarang-oktober-2008/>>, diakses tanggal 11 November 2008 jam 15:10.

²⁸⁹ M4/Sut. *loc.cit.*

Bursa Efek Indonesia melarang transaksi efek *short-selling* sepanjang Oktober 2008 dengan tidak mengeluarkan daftar saham yang dapat di-*short-selling* untuk bulan Oktober 2008. Menurut Direktur BEI, Erry Firmansah, list tersebut tidak dikeluarkan pada Oktober 2008 ini untuk menghindari kemungkinan anjloknya saham.²⁹⁰

Erry Firmansah menyatakan, tidak menutup kemungkinan transaksi *short-selling* akan kembali diijinkan pada bulan setelah Oktober 2008. Alasan pelarangan transaksi efek *short-selling* sepanjang Oktober 2008, menurut Erry Firmansah adalah, "...Hal ini diharapkan agar tidak ada transaksi *short-selling* baik yang *naked short-selling* maupun yang ada perjanjian..."²⁹¹

Pengamat Pasar Modal Felix Sindhunata dalam wawancara dengan penulis tanggal 14 November 2008 menyatakan,

"...Sebenarnya memang tidak mudah untuk membedakan *short-selling* yang dilarang ataupun tidak. *Short-selling* yang benar adalah pada saat investor melakukan *short sell*, si investor telah memiliki atau mendapatkan efek yang akan ditransaksikan. *Short-selling* yang dilarang dan merusak pasar biasa disebut *Naked Short-selling*, adalah transaksi dimana investor tidak memiliki perjanjian pinjam meminjam efek..."²⁹²

Vivien Goldwasser mendefinisikan *naked short-selling* sebagai transaksi *short-selling* dimana saham tidak dipinjamkan dan tidak diserahkan kepada pembeli, sebagaimana diterjemahkan penulis berikut ini, "...*short-selling in which the shares are not borrowed and are not delivered to the buyer is called naked short-selling...*"²⁹³

Vivien Goldwasser menyimpulkan bahwa *naked short-selling* digunakan untuk memanipulasi dan menurunkan harga efek secara tidak layak, sebagaimana

²⁹⁰ *Ibid.*

²⁹¹ *Ibid.*

²⁹² Felix Sindhunata, *op.cit.*

²⁹³ Vivien Goldwasser, *op.cit.*, hal. 25.

diterjemahkan penulis dari pernyataan berikut ini, ”...*short-selling has been employed to manipulate and drive down the price of a stock improperly...*”²⁹⁴

Vivien Goldwasser mengutip laporan *U.S. House Committee on Government Operations* berjudul '*Short-Selling Activity in the Stock Market : Market Effect and the Need for Regulation (Part 1)*' yang dirilis pada bulan Januari 1992 untuk menegaskan maraknya perkembangan *naked short-selling*. Laporan tersebut dikenal sebagai *The House Report 1992*.

Dalam *The House Report 1992*, dinyatakan bahwa pelaku *short-selling* yang telah mendapatkan posisi *short* yang mayor terhadap suatu efek tertentu akan secara agresif menyebarkan kabar bohong mengenai keadaan keuangan perusahaan, masalah pada produk yang dihasilkannya, atau kesehatan atau integritas para pejabatnya sebagai upaya menurunkan harga efek tersebut. Pernyataan tersebut sebagaimana diterjemahkan penulis berikut ini,

“...*Short-seller, after establishing a major short position in a particular stock, [had] aggressively circulated false rumors about the company's financial condition, problems with its products, or the health or the integrity of its officers, in a effort to drive down the stock price...*”²⁹⁵

Felix Sindhunata juga mengakui investor sangat mudah tergoda untuk melakukan transaksi *short-selling* yang tidak sesuai ketentuan. Hal ini dinyatakan dalam wawancara dengan penulis, sebagaimana dikutip berikut,

”...Meningat proses transaksi *short sell* yang benar harus melalui sistem prosedur yang berlaku, maka sangat jarang investor melakukan *short-selling* yang sesuai dengan peraturan karena prosedurnya akan berbelit, sedangkan pergerakan pasar sangat cepat...”²⁹⁶

Kepala Riset Paramitra Alfa Sekurtitas Pardomuan Sihombing menyatakan transaksi *short-selling* yang tepat adalah yang melalui KPEI seperti

²⁹⁴ *Ibid.* hal. 25.

²⁹⁵ *Ibid.* hal. 24.

²⁹⁶ *Ibid.*

yang diatur dalam Peraturan KPEI No.II-10 dan Peraturan V.D.6. Pardomuan Sihombing juga menyatakan transaksi *short-selling* yang merusak pasar adalah transaksi *short-selling* yang tidak melalui KPEI, sebagaimana dalam pernyataan berikut,

“...Itu semuanya tidak. Kalau lewat KPEI, semuanya ketahuan. Mereka buang dulu semuanya, tapi barang investor yang digunakan. Yang terjadi kemarin dia melakukan *short-selling* sendiri. Itu yang menyebabkan market kita 'jeblok' hancur-hancuran²⁹⁷ ...”

Vivien Goldwasser menemukan bahwa mekanisme *short-selling* yang menyimpang bersumber dari pemberian informasi yang salah atau palsu. Vivien Goldwasser menyatakan, sebagian pelaku *short-selling* ditemukan telah menghubungi secara langsung penyuplai utama perusahaan, pelanggan, pemberi pinjaman, dan bahkan pemegang saham secara anonim untuk memberikan fakta yang salah atau palsu mengenai perusahaan tersebut secara agresif. Pernyataan tersebut sebagaimana diterjemahkan penulis berikut ini,

“...Some short-sellers were alleged to have directly contacted a company's major suppliers, customers, lenders, even institutional shareholders, often anonymously, to aggressively suggest false or misleading facts about the company...”²⁹⁸

Berdasarkan penguraian pernyataan-pernyataan di atas, maka dapat diposisikan bahwa aspek legalitas transaksi efek *short-selling* di Indonesia adalah legal sepanjang dilakukan berdasarkan sepanjang sesuai dengan peraturan yang diterbitkan otoritas bursa dan/atau dilakukan sesuai dengan perjanjian. Transaksi efek *short-selling* yang dikatakan legal harus dilakukan berdasarkan peraturan agar memenuhi ketentuan *Uptick Rule*, yakni serangkaian peraturan yang dirancang agar memberi batasan-batasan terhadap pelaksanaan transaksi efek *short-selling*.

²⁹⁷ Pardomuan Sihombing, *Ibid*.

²⁹⁸ Vivien Goldwasser, *op.cit.*, hal. 24.

Konsep *Uptick Rule* telah diimplementasikan dalam Peraturan Bapepam V.D.6 dan Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6 untuk menjamin legitimasi transaksi efek *short-selling* yang dapat dianggap legal dan sah. Sehingga pelaksanaan transaksi efek *short-selling* yang tidak sesuai konsep tersebut merupakan pelanggaran terhadap hukum positif yang berlaku secara *lex specialis*, yaitu Peraturan Bapepam V.D.6 dan Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6.

Transaksi efek *short-selling* yang menyalahi peraturan sekaligus dilakukan dengan mekanisme yang salah seringkali berupa *naked short-selling*. *Naked short-selling* merupakan perbuatan yang dilarang dalam transaksi perdagangan saham karena motifnya adalah mencari keuntungan dengan memanipulasi pasar dan memaksa penurunan harga efek secara tidak layak.

Pelaku *naked short-selling* seringkali menciptakan keadaan pasar yang termanipulasi atau penurunan tajam harga efek dengan penyebaran informasi palsu atau bohong kepada pihak-pihak yang mempunyai kepentingan dengan prospek perusahaan. Oleh karena itu, penting bagi otoritas dan fasilitator bursa untuk menjamin keterbukaan dan penyediaan informasi yang sama bagi semua pihak agar keadaan dan prospek perusahaan yang menjadi emiten diketahui secara jelas dan terang oleh semua pihak.

Berkaitan dengan krisis keuangan tahun 2008, transaksi efek *short-selling* menjadi dianggap ilegal apabila dilakukan pada jangka waktu yang dilarang dan pada saat situasi pasar tidak kondusif, selain karena dilakukan tidak sesuai peraturan dan/atau perjanjian. Transaksi efek *short-selling* yang dapat dianggap ilegal apabila dilakukan pada jangka waktu yang dilarang dalam kasus posisi ini adalah transaksi efek *short-selling* yang dilakukan sepanjang bulan Oktober 2008, karena larangan tersebut dimaksudkan agar kepercayaan terhadap pasar kembali membaik.²⁹⁹

Seperti diungkapkan di atas, transaksi efek *short-selling* dapat dianggap ilegal apabila dilakukan pada saat situasi pasar tidak kondusif apabila dilakukan pada saat kondisi pasar sedang berada dalam kondisi yang berpotensi krisis karena indeks harga saham gabungan pada Bursa Efek di Indonesia mengalami penurunan yang signifikan akibat kondisi perekonomian yang tidak mendukung

²⁹⁹ Vina Nurul Iklima, *loc. cit.*

pergerakan harga pasar Efek yang wajar dan dapat bersifat sistemik. Transaksi efek *short-selling* yang dilakukan pada saat ini akan mendorong penurunan harga pasar Efek yang wajar ke titik yang irasional.

Maka, aspek legalitas transaksi efek *short-selling* yang dilakukan pada saat krisis keuangan dapat diposisikan ilegal karena berimbas pada menurunnya harga pasar Efek yang wajar, mempertajam sentimen negatif terhadap pasar, dan mengurangi daya dukung terhadap kondisi perekonomian yang harus segera pulih agar tidak berdampak sistemik dengan penekanan faktor pada jangka waktu yang dilarang dan potensi krisis yang mengancam kondisi pasar.

4.2. BENTUK PERLINDUNGAN DARI PT. BURSA EFEK INDONESIA DAN BAPEPAM-LK TERHADAP STABILITAS BURSA TERKAIT DENGAN INDIKASI TRANSAKSI EFEK *SHORT-SELLING* YANG MENDORONG TERJADINYA PENURUNAN SANGAT TAJAM HARGA SAHAM SECARA KESELURUHAN DI BURSA EFEK INDONESIA TANGGAL 6-8 OKTOBER 2008

Ketika Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di BEI merosot 22,17% pada tanggal 8 Oktober 2008, PT Bursa Efek Indonesia langsung menghentikan sementara perdagangan selama satu sesi.

Berdasarkan penelitian dan penelaahan data primer dan sekunder, penulis menemukan bahwa selama masa berlakunya Peraturan V.D.6 dan Penyempurnaan Peraturan V.D.6 belum pernah ada sesuatu masalah yang menyebabkan perdagangan di Bursa Efek Indonesia dihentikan sepenuhnya sampai lebih dari satu sesi perdagangan. Bahkan, belum pernah terjadi penghentian sementara perdagangan di Bursa Efek Indonesia yang disebabkan oleh penurunan Indeks Harga Saham Gabungan telah melewati ambang batas *Auto-Rejection*.

Direktur Pengawasan Bursa Efek Indonesia Justitia Purwasani menyatakan bahwa penghentian sementara perdagangan tersebut merupakan perbuatan yang legal dan sah, sebagaimana dikutip di bawah ini dalam wawancara dengan penulis 24 Oktober 2008,

“...di Peraturan Perdagangan di II.A. secara spesifik disebutkan di Bab V. ‘dalam rangka menjaga perdagangan efek yang teratur, wajar, dan efisien, Bursa dapat menghentikan sementara perdagangan di Bursa, dalam hal sistemnya berhenti, ada permintaan dari KPEI, terjadi penurunan/kenaikan harga-harga secara tajam secara menyeluruh di bursa’. Makanya kita menghentikan perdagangan. Lebih lanjut memang dikatakan bahwa, ‘Bursa dapat melakukan penghentian sementara sebagaimana disebutkan dalam ketentuan di atas, selama-lamanya satu sesi perdagangan. Dalam hal penghentian perdagangan sebagaimana dimaksud dalam ketentuan yang tadi satu sesi, penghentian yang melebihi satu sesi perdagangan maka Bursa akan melakukan penghentian sementara tersebut setelah mendapat persetujuan Bapepam.’ Jadi kewenangan kita memang hanya sampai satu sesi...”³⁰⁰

Justitia Purwasani juga menyatakan tujuan penghentian sementara perdagangan dilakukan agar pasar dapat tenang (*cooling down*), sebagaimana dikutip di bawah ini dalam wawancara pribadi dengan penulis 24 Oktober 2008:

“...Karena waktu itu kita libur lama sekali waktu lebaran itu, jadi begitu masuk sudah drastis harganya. Dalam lima hari secara kumulatif sudah turun 10%. Begitu kita buka, orang coba *adjust* 10% disini dalam sehari. Yang tanggal 6 itu. Cuma karena waktu yang tanggal 6 itu kita kira karena reaksi setelah libur lima hari itu, tanggal 6 tidak kita apa-apa. Tanggal 7 juga. Tapi kok tanggal 8 orang tetap begitu? Dalam setengah hari sudah 10%. Nah kita lakukan kewenangan kita untuk suspensi. Dengan adanya suspensi, kita harapkan mereka *cooling down*...”³⁰¹

Pengamat Pasar Modal Felix Sindhunata dalam wawancara pribadinya dengan penulis tanggal 14 November 2008 menyatakan transaksi *short-selling* sangat erat kaitannya dengan ketidakstabilan bursa, sehingga langkah suspensi pasar dinilainya tepat, sebagaimana dikutip di bawah ini:

“...*Suspense* dilakukan untuk melindungi kepentingan investor secara umum. *Short-seller* memang memperkeruh situasi dengan memanfaatkan

³⁰⁰ Justisia Purwasani, *op.cit.*

³⁰¹ *Ibid.*

situasi pasar yang kacau. Suspensi yang dilakukan BEI waktu itu dipicu oleh beberapa faktor diantaranya kekisruhan yang terjadi di group Bakrie, aksi jual yang *intense* dari investor asing serta kondisi pasar global yang *extreme*, sehingga BEI memutuskan untuk menghentikan transaksi bursa untuk melindungi kepentingan nasabah secara umum sambil menyelidiki apa penyebab kejatuhan bursa yang luar biasa mengingat kondisi ekonomi kita relatif baik. Jadi dapat disimpulkan kejatuhan indeks saat itu tidak berdasarkan fundamental ekonomi domestik...”³⁰²

Felix Sindhunata juga menilai benang merah transaksi *short-selling* dan *suspend* pasar terletak pada kapitalisasi pasar, sebagaimana dikutip di bawah ini:

“...Dalam hal ini kita harus melihat bahwa BEI adalah bursa yang dihitung berdasarkan kapitalisasi pasar, dimana penggerak indeks adalah saham-saham dengan kapitalisasi besar. Sehingga apabila *short sell* yang menyebabkan suatu saham berkapitalisasi kecil melemah tajam, hampir tidak ada pengaruh secara signifikan ke BEI, namun apabila kita lihat dari kejatuhan bursa belakangan ini, *short seller* hanya memanfaatkan momentum bursa yang melemah tajam akibat sentimen external untuk melakukan *short sell* atas saham-saham berkapitalisasi besar. Tetapi menurut saya, *short seller* ini bukan pemicu utama kejatuhan bursa, namun turut memperburuk situasi untuk kepentingan mereka sendiri. Kombinasi antara *forced sell* (transaksi margin), aksi jual investor asing karena kebutuhan dana tunai jangka pendek untuk menutupi defisit likuiditas di negara asal mereka, kekhawatiran terhadap efek dari finansial krisis global terhadap ekonomi Indonesia, meningkatnya aksi penarikan reksadana dan aksi *short sell* ini mempengaruhi sentiment pasar secara umum sehingga menimbulkan kepanikan pasar dan akibatnya kita lihat BEI merosot tajam sejak Januari lalu...”³⁰³

Selain melakukan penghentian sementara perdagangan pada tanggal 8-9 Oktober 2008 yang diikuti oleh penghentian sementara perdagangan pada tanggal 10 Oktober 2008, Direktur Pengawasan Bursa Efek Indonesia Justitia Purwasani juga menyatakan pemerintah telah melakukan pemeriksaan awal dan pemeriksaan lanjutan. Pernyataan tersebut sebagaimana dinyatakan di bawah ini:

“...Dengan adanya *external issue* mengenai adanya *panic-selling* dan *short-selling*, kita tidak mau juga diam. Kita sudah melakukan beberapa *sampling*, pemeriksaan awal, trus hasil pemeriksaannya karena butuh cepat juga jadi

³⁰² Felix Sindhunata, *Ibid.*

³⁰³ *Ibid.*

kita koordinasi dengan Bapepam. Pemeriksaan awal kita *refer* ke Bapepam. Di Bapepam yang menangani langsung Biro Pemeriksaan dan Penyidikan karena tingkat urgensinya cukup tinggi...”³⁰⁴

Felix Sindhunata dalam wawancara pribadinya dengan penulis mengakui bahwa sebenarnya sulit untuk melihat adanya pelanggaran dalam transaksi *short* oleh investor umum karena tanda yang dapat dilihat hanya turunnya harga saham yang terlalu ekstrim atau fluktuasi yang luar biasa dari suatu saham.³⁰⁵

Bahaya dari transaksi efek *short-selling* menurut Felix Sindhunata adalah, ”...biasanya transaksi *short-selling* ini lebih bersifat negatif dan cenderung destruktif terhadap suatu saham apabila dilakukan dalam jumlah besar...”³⁰⁶

Pemeriksaan penyebab penurunan keseluruhan harga secara tajam pada awal Oktober 2008 tersebut ditangani Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam-LK sejak tanggal 13 Oktober 2008. Pada tanggal 23 Desember 2008, Kepala Biro Perundang-undangan dan Bantuan Hukum Bapepam-LK Robinson Simbolon mengumumkan hasil pemeriksaan atas beberapa transaksi perdagangan yang diduga memiliki andil yang signifikan dalam penurunan Indeks Harga Saham Gabungan. Dalam Pernyataan Pers tertanggal 23 Desember 2008 itu, Bapepam-LK mengakui pemeriksaan terhadap perdagangan saham tersebut ditenggarai tidak didukung dengan adanya Efek yang memadai sehingga berpotensi terjadi *short-selling*.³⁰⁷

Dalam Pernyataan Persnya, Bapepam-LK mengumumkan telah melakukan pemeriksaan terhadap 12 Perusahaan Efek yang diduga melakukan transaksi Efek yang mengarah pada praktik *short-selling*, yaitu:³⁰⁸

1. PT. JPMorgan Securities Indonesia
2. PT Merrill Lynch Indonesia
3. PT. CLSA Indonesia

³⁰⁴ Justisia Purwasani, *Ibid.*

³⁰⁵ Felix Sindhunata, *op.cit.*

³⁰⁶ *Ibid.*

³⁰⁷ Bapepam-LK, *PRESS RELEASE BADAN PENGAWAS PASAR MODAL DAN LEMBAGA KEUANGAN*, hal. 1.

³⁰⁸ *Ibid.*

4. PT Credit Suisse Securities Indonesia
5. PT CIMB-GK Securities Indonesia
6. PT BNP Paribas Securities Indonesia
7. PT Kim Eng Securities
8. PT UOB Kay Hian Securities Indonesia
9. PT DBS Vickers Securities Indonesia
10. PT Deutsche Securities Indonesia
11. PT UBS Securities Indonesia
12. PT Ciptadana Securities.

Saham-saham yang diperdagangkan Perusahaan-perusahaan Efek yang diperiksa Bapepam-LK terkait indikasi *short-selling* adalah berasal dari 18 emiten, yaitu saham PT Indosat Tbk (ISAT), PT United Tractor Tbk (UNTR), PT Telekomunikasi Indonesia Tbk (TLKM), PT International Nickel Indonesia Tbk (INCO), PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk (UNSP), PT Adaro Energy Tbk (ADRO), PT Bumi Resources Tbk (BUMI), PT Indotambang Raya Megah Tbk (ITMG), PT Bank Rakyat Indonesia Tbk (BBRI), PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk (PTBA), PT Central Proteinema Prima Tbk (CPRO), PT Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS), PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI), PT Bakrie Telecom Tbk (BTEL), PT Energi Mega Persada Tbk (ENRG), PT Bakrieland Development Tbk (ELTY), PT Bakrie & Brothers Tbk (BNBR), dan PT Astra International Tbk (ASII).³⁰⁹

Transaksi atas saham-saham dari 18 emiten tersebut umumnya dilakukan untuk kepentingan nasabah yang merupakan *securities companies* di luar negeri, yang terafiliasi dengan Perusahaan Efek di Indonesia dan Efek yang ditransaksikan tersebut semuanya disimpan di Bank Kustodian.³¹⁰

Dalam Pernyataan Persnya, Bapepam-LK menguraikan dalil-dalil hukum atas hasil pemeriksaan tersebut, yaitu:³¹¹

³⁰⁹ *Ibid.*

³¹⁰ *Ibid.*

³¹¹ *Ibid.*

1. Suatu transaksi disebut sebagai transaksi *short-selling* jika terjadi transaksi penjualan Efek dimana Efek dimaksud tidak dimiliki penjual pada saat transaksi dilaksanakan. Transaksi yang demikian tetap dapat dilakukan sepanjang terdapat kepastian penyelesaian transaksi, misalnya dengan adanya perjanjian pinjam meminjam efek (*securities lending and borrowing/SLB*) antara Perusahaan Efek yang melakukan *short-selling* dengan Lembaga Kliring dan Penjaminan atau perusahaan lain. Dengan adanya SLB tersebut, maka meskipun pada saat transaksi jual si penjual belum memiliki Efek yang dijual, namun dipastikan bahwa transaksi tersebut pada saatnya akan dapat dilakukan *settlement*;
2. Dari seluruh transaksi yang dilakukan Perusahaan-perusahaan Efek yang diperiksa Bapepam-LK, Tim Pemeriksa Bapepam-LK memperoleh fakta dan dapat membuktikan bahwa selain transaksi yang dilakukan oleh PT. Kim Eng Securities, seluruh transaksi jual tersebut dilakukan dalam posisi Perusahaan Efek sudah memiliki Efek yang dijual yang dibuktikan dengan saldo awal nasabah baik yang tercatat pada PT Kustodian Sentral Efek Indonesia maupun pada Bank Kustodian, sehingga dengan sendirinya tidak termasuk dalam kategori *short-selling*;
3. Meskipun hampir seluruh transaksi dapat dibuktikan bahwa tidak terjadi *short-selling*, namun Tim Pemeriksa menemukan sejumlah pelanggaran administratif terhadap Peraturan V.D.3, Peraturan V.D.6 dan Peraturan V.D.IO, yang dilakukan oleh Perusahaan Efek, yaitu tidak dilakukannya verifikasi atas order nasabah, pembukaan rekening efek margin tanpa disertai dengan pembukaan rekening Efek reguler, serta tidak diterapkannya prinsip mengenal nasabah (*know your client*);
4. Secara lengkap jenis pelanggaran serta sanksi administratif atas pelanggaran yang dilakukan 12 Perusahaan Efek yang diperiksa Bapepam-LK tersebut adalah sebagai berikut:

No.	Perusahaan Efek	Peraturan Yang Dilanggar	Sanksi Denda
1	<i>PT. UOB Kay Hian Securities Indonesia</i>	V.D.3, V.D.10	Rp 100.000.000,00
2	<i>PT. Merrill Lynch Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000,00
3	<i>PT. CLSA Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
4	<i>PT. Credit Suisse Securities Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
5	<i>PT. CIMB-GK Securities Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
6	<i>PT BNP Paribas Securities Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
7	<i>PT Kim Eng Securities</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
8	<i>PT DBS Vickers Securities Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
9	<i>PT Deutsche Securities Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
10	<i>PT UBS Securities Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
11	<i>PT JP Morgan Securities Indonesia</i>	V.D.3	Rp 50.000.000
12	<i>PT Ciptadana Securities</i>	V.D.6	Rp 50.000.000

Sumber: Pernyataan Pers Bapepam-LK, 23 Desember 2008

Berdasarkan penguraian wawancara dan fakta hukum di atas, dapat diposisikan bahwa bentuk perlindungan PT. Bursa Efek Indonesia dan Bapepam-LK terhadap stabilitas bursa terkait indikasi *short-selling* yang mendorong terjadinya penurunan harga yang signifikan secara keseluruhan di Bursa Efek

Indonesia tanggal 6-8 Oktober 2008 adalah dengan dilakukannya beberapa tindakan, yaitu:

1. Penghentian sementara perdagangan selama 1 sesi pada sesi II hari perdagangan tanggal 8 Oktober 2008;
2. Perpanjangan penghentian sementara perdagangan pada hari perdagangan tanggal 9 -10 Oktober 2008;
3. Pemeriksaan Awal oleh PT. Bursa Efek Indonesia antara lain dengan melakukan *sampling*;
4. Pemeriksaan Lanjutan oleh Biro Pemerikaan dan Penyidikan Bapepam-LK kepada pihak-pihak terkait.
5. Penjatuhan sanksi oleh Biro Pemerikaan dan Penyidikan Bapepam-LK berdasarkan Pemeriksaan Lanjutan kepada pihak-pihak yang diperiksa dan terbukti melakukan pelanggaran Peraturan V.D.3., Peraturan V.D.6, Peraturan V.D.10.

Langkah tersebut sesuai dan sejalan dengan Pasal 101 ayat (3) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, Pasal 100 ayat (2) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, Pasal 102 ayat (2) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, Pasal 7 ayat (2) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, Pasal 12 ayat (1) – (3) Undang-Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, Peraturan II.A.5 Kep-040/BEJ/0898 tentang Sanksi, Surat Edaran Bersama SE-001/BEI-DAG/03-2008; SE-001/DIR/KPEI/0308; SE-001/DIR-Eks/KSEI/0308, Peraturan II-A Kep-565/BEJ/11-2003 tentang Perdagangan Efek dan Peraturan II-A Kep-307/BEJ/12-2006 tentang Perubahan Peraturan Perdagangan Efek, dan Peraturan Pemerintah No. 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal, Peraturan Pemerintah No. 46 Tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Bidang Pasar Modal.

BAB 5 PENUTUP

5.1. KESIMPULAN

Berdasarkan pemaparan yang penulis uraikan dalam bab sebelumnya, dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

5.1.1. Penulis menyimpulkan aspek legalitas pelaksanaan transaksi efek *short-selling* pada saat krisis keuangan tahun 2008 adalah perbuatan yang ilegal karena dilakukan dengan menyalahi Peraturan Bapepam V.D.6 dan Penyempurnaan Peraturan Bapepam V.D.6, dilakukan dengan menyalahi perjanjian SLB, dilakukan pada saat jangka waktu yang dilarang, dan dilakukan pada saat kondisi pasar sedang tidak kondusif untuk transaksi efek *short-selling* dikarenakan pasar sedang dinyatakan dalam kondisi berpotensi krisis, meskipun transaksi efek *short-selling* pada awalnya dilegalkan karena dibutuhkan untuk meningkatkan likuiditas pasar modal Indonesia .

5.1.2. Penulis menyimpulkan bentuk perlindungan dari PT. Bursa Efek Indonesia dan Bapepam-LK terhadap stabilitas bursa terkait dengan indikasi transaksi efek *short-selling* adalah dengan menghentikan sementara perdagangan pada tanggal 8 Oktober 2008 setelah mengamati pergerakan pasar yang irasional pada tanggal 6, 7, dan 8 Oktober 2008, melanjutkan penghentian sementara perdagangan pada tanggal 9-10 Oktober 2008, melakukan pemeriksaan awal, menyampaikan hasil pemeriksaan awal sebagai landasan pemeriksaan lanjutan, melakukan pemeriksaan lanjutan, mengumumkan hasil pemeriksaan lanjutan melalui pernyataan pers, dan penjatuhan sanksi terhadap para pihak yang terkait hasil pemeriksaan lanjutan.

5.2. SARAN

Berdasarkan pemaparan yang penulis uraikan dalam bab sebelumnya dan kesimpulan di atas, penulis mengajukan beberapa saran yang diharapkan dapat dimanfaatkan dalam situasi serupa di kemudian hari. Saran-saran yang penulis ajukan sebagaimana dinyatakan di bawah ini :

5.2.1 Penulis menyarankan pemerintah lebih mewaspadaikan potensi krisis keuangan, terutama dengan kecenderungan investor Indonesia yang bertendensi bermain spekulasi demi keuntungan dengan cara:

- i. Menginformasikan keadaan ekonomi Indonesia yang sebenarnya pada saat krisis mulai terjadi di pusat krisis melalui sumber-sumber resmi pemerintah, agar masyarakat tidak mudah dipermainkan isu yang dikembangkan oleh pemain pasar;
- ii. Mensosialisasikan langkah-langkah yang dapat diupayakan masyarakat untuk meredam gejolak krisis finansial yang merembet ke Indonesia, antara lain dengan iklan layanan masyarakat yang mudah ditangkap dan sederhana isi pesannya;
- iii. Membuka pusat informasi seperti saluran *hotline* atau jalur komunikasi lain agar masyarakat mudah mengkomunikasikan permasalahan dan informasi terkait permainan di pasar modal saat krisis.

5.2.2. Penulis menyarankan pemerintah lebih giat mendorong masyarakat terlibat dan berperan aktif dalam likuiditas di pasar modal sebagai investor retail. Investor retail adalah investor perorangan. Peranan investor retail domestik akan mengalirkan dana segar dari sumber keuangan yang independen sehingga dapat menopang kebutuhan likuiditas pasar modal Indonesia, sekaligus melepas ketergantungan pasar modal Indonesia terhadap modal asing. Karena patut diketahui bahwa pasar modal Indonesia telah mengalami *over foreign investment* dimana investasi asing mendominasi pasar modal di Indonesia sehingga pergerakan bursa dengan mudah dikendalikan oleh asing. Keberadaan investor retail dianjurkan penulis sebagai penyeimbang kendali asing terhadap pasar modal Indonesia.

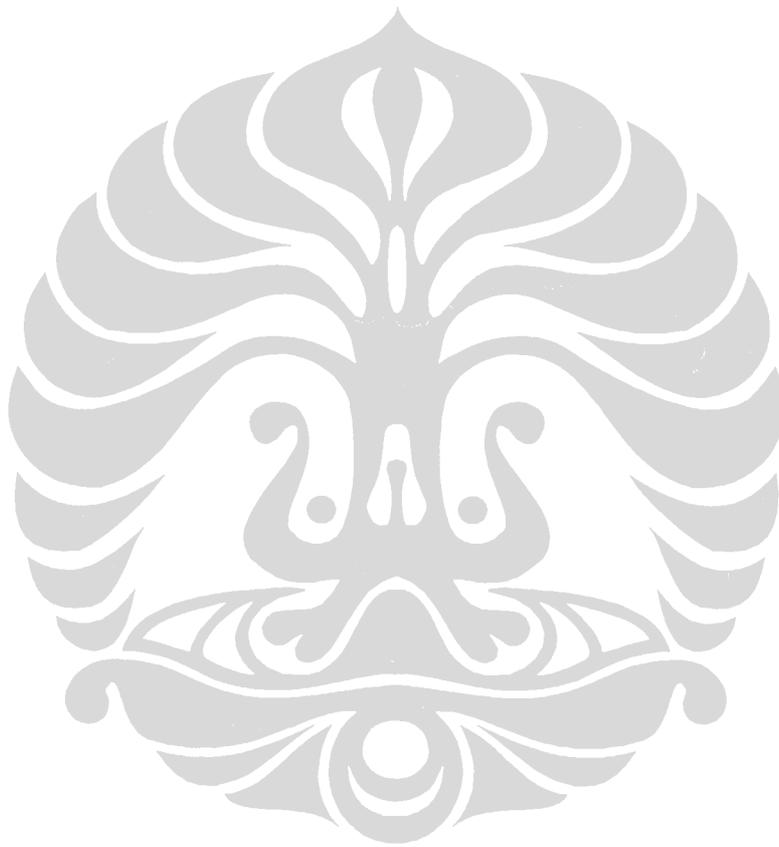
Langkah-langkah praktis yang dapat diterapkan untuk meningkatkan peran dan porsi investor retail adalah dengan cara:

- i. Membuat program edukasi dan sosialisasi yang mudah dipahami awam mengenai cara dan aturan untuk berpartisipasi dalam pasar modal sebagai investor retail;
- ii. Memudahkan masyarakat untuk berpartisipasi dalam pasar modal dengan mengggagas paket program yang menarik dan sederhana, antara lain dengan membuat paket investasi yang dapat dilakukan dengan dana yang minim dan prosedur yang dipermudah yang dikhususkan untuk investor retail;
- iii. Membuat target bagi para *broker* agar dapat menjaring nasabah baru berupa investor retail secara proporsional total populasi rakyat Indonesia, misalnya 15% dari total penduduk Indonesia yang berada pada usia produktif, menjadikan kalangan ekonomi menengah sebagai target investor retail, dan secara progresif meningkatkan jumlah investor retail tiap tahunnya;
- iv. Menggandeng kepala-kepala daerah sebagai investor retail dan mendorong mereka agar mensosialisasikan besarnya peran investor retail dalam meningkatkan likuiditas pasar modal Indonesia kepada masyarakat di daerahnya sehingga mereka dapat memahami peranan lokal diperlukan untuk menyeimbangkan kendali asing pada pasar modal mereka yang pada akhirnya pada harga komoditi yang daerah mereka hasilkan.

5.2.3. Terkait dengan pemeriksaan dan pengenaan sanksi terhadap Perusahaan-Perusahaan Efek yang ditenggarai melakukan transaksi efek *short-selling* pada saat krisis keuangan, penulis menyarankan agar pemerintah melakukan sebagai berikut:

- i. Memberi batasan jangka waktu pemeriksaan terhadap Perusahaan-Perusahaan Efek yang ditenggarai melakukan transaksi efek *short-selling* pada saat krisis keuangan, maupun pelanggaran pasar modal lain pada saat kondisi pasar dinyatakan berpotensi krisis agar penyidik pegawai negeri sipil dapat dipacu

- kualitas kerja dan efisiensi waktunya;
- ii. Menjalinkan kerjasama yang lebih erat antar fasilitator dan regulator pasar modal di berbagai negara agar penyidik pegawai negeri sipil dapat lebih mudah memperoleh data dan informasi yang terkait dengan pelanggaran pasar modal pada saat kondisi pasar dinyatakan berpotensi krisis.



DAFTAR REFERENSI

- , "Panic Selling," <[http://www.kontan.co.id/index.php/Pemula/artikel/ 38/77/ Panic Selling](http://www.kontan.co.id/index.php/Pemula/artikel/38/77/Panic_Selling)>. (26 Juni 2008) diakses tanggal 1 November 2008 jam 19:10.
- , "Panic selling Kembali ke Pasar Saham Global," <[http://www.antara.co.id/arc/2008/10/23/panic selling-kembali-ke-pasar-saham-global/](http://www.antara.co.id/arc/2008/10/23/panic_selling-kembali-ke-pasar-saham-global/)>. (23 Oktober 2008) diakses tanggal 25 Oktober 2008 jam 19:13.
- , " "Short Selling" Di Tengah Aksi Spekulasi", <<http://www.kompas.com/printnews/xml/2008/09/24/09434783/short.selling.di.tengah.aksi.spekulan>> (24 September 2008) diakses tanggal 24 September 2008 jam 16:30.
- Anoraga, Pandji dan Piji Pakarti. *Pengantar Pasar Modal*. Cet. 5. Jakarta : PT Asdi Mahasatya, 2006.
- Anwar, Jusuf. *Penegakan Hukum dan Pengawasan Pasar Modal Indonesia*. Cet. 1. Bandung : PT Alumni, 2008.
- AP,AFP,Reuters,CNBC dan Joe. "Lehman Brothers Bangkrut," <<http://cetak.kompas.com/read/xml/2008/09/16/00345387/lehman.brothers.bangkrut>>, Kompas, 16 Desember 2008. Diakses 26 Oktober 2008 jam 18.10
- Azuz, Muhammad Faiz. "IHSG dan Masalah Harga Saham di Bursa," <<http://www.hukumonline.com/detail.asp?id=20380&cl=Kolom>>.28 Oktober 2008.
- Balfas, Hamud M. *Hukum Pasar Modal Indonesia*. Cet.1. Jakarta : PT Tatanusa, 2006.
- Bapepam-LK, Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-556/BL/2008.
- BAPEPAM-LK, "Peraturan Bapepam No.V.D.6," <www.bapepam.go.id/old/old/hukum/peraturan/pe/V.D.6.htm>, diakses tanggal 20 Oktober 2008 jam 17: 03.

Bapepam-LK,” PRESS RELEASE PENERBITAN PERATURAN BADAN PENGAWAS PASAR MODAL DAN LEMBAGA KEUANGAN”, <www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasipm/siaran_pers_pm/2008/pdf/RELEASE%20gabungan%20V.D.6%20dan%20IX.H.pdf>, diakses tanggal 1 Desember 2008 jam 12:12.

Bapepam-LK, *PRESS RELEASE BADAN PENGAWAS PASAR MODAL DAN LEMBAGA KEUANGAN*, hal. 1.

BEI, “*Mekanisme Perdagangan*,” <<http://www.idx.co.id/MainMenu/Education/MekanismePerdagangan/tabid/194/lang/id-ID/language/id-ID/Default.aspx>>, diakses tanggal 20 Oktober 2008 jam 16:10.

BEI, “*Press Release BEI No. 0002/BEI.KOM.J/12-2007*”, <[http://www.idx.co.id/default.aspx?TabId=124&articleType=ArticleView&articleId=82&language=id-ID&mid=602&SkinSrc=\[L\]Skins/JSX-Web/Print&ContainerSrc=\[L\]Containers/JSX-Web/Print&dnnprintmode=true](http://www.idx.co.id/default.aspx?TabId=124&articleType=ArticleView&articleId=82&language=id-ID&mid=602&SkinSrc=[L]Skins/JSX-Web/Print&ContainerSrc=[L]Containers/JSX-Web/Print&dnnprintmode=true)>, diakses tanggal 20 Oktober 2008 jam 15.00.

BEI, “*Sejarah BEI*”, <<http://www.idx.co.id/MainMenu/TentangBEI/History/tabid/61/lang/id-ID/language/id-ID/Default.aspx>>, diakses pada tanggal 20 Oktober 2008 jam 16.05.

Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhrudin. *Pasar Modal Di Indonesia Edisi Dua : Pendekatan Tanya- Jawab*. Cet. 3. Jakarta : Salemba Empat, 2008.

Elder, Alexander. *Sell and Sell Short*. Cet. 1. New Jersey : John Wiley&Sons, 2008.

Fakhrudin, Hendy M. *Istilah Pasar Modal A – Z*. Cet. 1. Jakarta : PT Elex Media Komputindo : 2008.

Froehlich, Bob. *Investment MegaTrends*. Hoboken, New Jersey, USA : John Wiley & Sons, Inc, 2006.

Fuady, Munir. *Pasar Modal Modern : Tinjauan Hukum – Buku Kesatu*. Cet. 2. Bandung : PT Citra Aditya Bakti, 2001.

FOREX, “Margin Call”, <<http://www.forex.co.id/Kamus/ketajaman-margin-call.htm>> diakses tanggal 2 Desember 2008 jam 19:10.

Goldwasser, Vivien. *Stock Market Manipulation and Short-selling*. Center for Corporate Law and Securities Regulation and CCH Australia Limited, 1999, Australia.

Hartono, Sunaryati. *Penelitian Hukum Di Indonesia Pada Akhir Abad ke-20*, Cet.1 Bandung : Penerbit Alumni, 1994.

Iklima, Vina Nurul. ” ‘Short Selling’ Dilarang Oktober 2008,”<<http://www.inilah.com/berita/ekonomi/2008/10/06/53213/short-selling-dilarang-oktober-2008/>>, diakses tanggal 11 November 2008 jam 15:10.

Indonesia. *Peraturan tentang Pembelian Kembali Saham Emiten Atau Perusahaan Publik Saham Dalam Kondisi Pasar Yang Berpotensi Krisis yang ditetapkan tanggal 9 Oktober 2008*, Peraturan Bapepam-LK XI.B.3, Pasal 1.

Indonesia, *Peraturan tentang Pembiayaan Transaksi Efek Oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi Short-Selling Oleh Perusahaan Efek yang ditetapkan tanggal 30 April 1997 dan disempurnakan tanggal 30 Juni 2008*. Peraturan Bapepam-LK V.D.6, Pasal 1 huruf l.

Jones, Dow. “S.E.C Extends Ban on Short-Selling,”<<http://www.nytimes.com/2008/10/02/business/02short.html?pagewanted=print>> (2 Oktober 2008) diakses tanggal 25 Oktober 2008 jam 19:14.

KPEI, “Saham Eligible,”<[http://www.PT_Kliring_Penjaminan_Efek_Indonesia_\(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_\(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_\(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_\(KPEI\)\)\)\)\).co.id/pme/default.aspx?lang=Ind&page=3](http://www.PT_Kliring_Penjaminan_Efek_Indonesia_(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_(PT_KLIRING_PENJAMINAN_EFEK_INDONESIA_(KPEI))))).co.id/pme/default.aspx?lang=Ind&page=3)> diakses tanggal 2 Desember 2008 jam 19:15.

KSEI, “SE-001/DIR-Eks/KSEI/0308 Perihal Penggunaan Instruksi Free of Payment (FOP) untuk Pemindahbukuan Efek Bersifat Ekuitas Untuk Penyelesaian Transaksi Antar Anggota Bursa Efek,”
<<http://72.14.235.132/search?q=cache:Ca3y9AkoplIJ:www.kpei.co.id/>

circullardetail.aspx?3Fid%3D43+peraturan+II.A+perdagangan+efek&hl=id&ct=clnk&cd=8&gl=id> diakses tanggal 2 Desember 2008 jam 19:07.

M4/Sut, "Jual Kosong Yang Bisa Menjatuhkan Bursa," <<http://www.hukumonline.com/detail.asp?id=20606&cl=Berita>> diakses tanggal 1 Desember 2008 jam 12:01.

Marzuki, Peter Mahmud. *Penelitian Hukum*. Cet.2. Jakarta : Kencana, 2008.

Merriam-Webster Online Dictionary. "Arbitrage," < <http://www.merriam-webster.com/dictionary/arbitrage>>, diakses tanggal 24 November 2008 jam 22:10.

Muhammad, Abdulkadir. *Hukum dan Penelitian Hukum*. Cet.1. Bandung : PT. Citra Aditya Bakti, 2004.

Muktiyanto, Ihda. "Workshop Sosialisasi dan Edukasi Kepada Wartawan Pasar Modal Mengenai Transaksi Repo dan Short-Selling," Makalah disampaikan pada Workshop Sosialisasi dan Edukasi Kepada Wartawan Pasar Modal Mengenai Transaksi Repo dan Short-Selling yang diselenggarakan pada tanggal 27 November 2008).

Nasarudin, Irsan dan Indra Surya. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*. Cet.3. Jakarta : Kencana Prenada Media Group, 2006.

Nasution, Bismar. *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*. Cet.1. Jakarta : Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001.

Pandu, Yudha ed., *Undang-Undang Penanaman Modal*. Cet. 1. Jakarta : Indonesia Legal Center Publishing, 2007.

Prasetyantoko, A. *Bencana Finansial : Stabilitas Sebagai Barang Publik*. Cet. 1. Jakarta : Kompas, 2008.

Ramsey, Ian. "Short Selling : Further Issue," *Securities Regulation Law Journal* Vol. 21 : 214, 1994.

Rusdin. *Pasar Modal : Teori, Masalah, dan Kebijakan dalam Praktek*. Cet.1. Bandung : Alfabeta, 2006.

- Samsul, Mohammad. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Cet.1, Jakarta : Penerbit Erlangga, 2006.
- Siegel, Josh G.; Jae K. Shim, dan Stephen W. Hartman. *Kamus Bisnis : 201 Rumus Bisnis, Keuangan, dan Akuntansi untuk Pengambilan Keputusan* (Business Formulas 210 Decision-Making Tools for Business, Finance, and Accounting Students), diterjemahkan oleh Anis Cherid. Indonesia : Canary, 2006.
- Sihombing, Jonker. "Subprime Mortgage : Analisis dari Perspektif Hukum Bisnis," *Jurnal Hukum Bisnis* (Vol. 27 – No. 3 - Tahun 2008) : 29 - 35.
- Situmorang, Paulus. *Pengantar Pasar Modal*. Cet. 1. Jakarta : Mitra Wacana Media, 2008.
- Soekanto, Soerjono dan Sri Mamudji. *Penelitian Hukum Normatif : Suatu Tinjauan Singkat*. Cet.8. Jakarta : PT RajaGrafindo Persada, 2004.
- Sulistyastusi, Dyah Ratih. *Saham dan Obligasi : Ringkasan Teori dan Soal Jawab*. Cet.2. Yogyakarta : Universitas Atma Jaya, 2006.
- Sunggono, Bambang. *Metodologi Penelitian Hukum*. Cet. 1. Jakarta : PT RajaGrafindo Persada, 2007.
- Supranto, Johannes. *Metode Penelitian Hukum dan Statistik*. Cet.1. Jakarta : PT Asdi Mahasatya, 2003.
- Suta, Bayu. "Aturan Short-Selling Makin Ketat". <<http://www.inilah.com/berita/ekonomi/2008/07/01/36069/aturan-short-selling-makin-ketat/>>, diakses tanggal 14 November 2008 jam 09:46.
- Syamsir, Hendra. *Solusi Investasi Di Bursa Saham Indonesia : Pendekatan Analisis Teknikal melalui Studi Kasus Riil dengan Dilengkapi Formulasi MetaStock*. Cet.3. Jakarta : PT Elex Media Komputindo, 2008.
- Widjaja, Gunawan. "Sekuritisasi Aset dalam Kegiatan Pasar Modal dan Dampak Kasus Subprime Mortgage di Amerika Serikat terhadap Pasar Sekuritisasi Global," *Jurnal Hukum Bisnis* (Vol. 27 – No. 3 - Tahun 2008) : 18 -28.

Wijaya, Wisnu. "Suspend Redam Kejatuhan Indeks," *Bisnis Indonesia*. (9 Oktober 2008) : hal. 1.

Winarto, Jasso ed., *Pasar Modal Indonesia : Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*. Cet. 1. Jakarta : PT Jayakarta Agung Offset, 1997.

