

BAB II

PENGATURAN SHORT SELLING DI INDONESIA

1. Transaksi Jual Beli Saham Di Pasar Modal Berdasarkan Peraturan Perundang-undangan di bidang Pasar Modal

Jual beli adalah satu perjanjian dimana pihak penjual berjanji untuk menyerahkan hak milik atas suatu barang, dan pihak pembeli berjanji untuk membayar harga yang terdiri atas sejumlah uang sebagai imbalan dari perolehan hak milik. Unsur pokok dari jual beli adalah kesepakatan untuk menjual dan membeli barang dan kesepakatan mengenai harga. Perjanjian jual beli sudah terjadi pada saat tercapainya kesepakatan mengenai benda dan harga barang tersebut²⁴, meskipun pada saat itu barangnya belum diserahkan dan uangnya belum dibayar. Sehingga, dengan tercapainya kata sepakat antara pembeli dan penjual, saat itulah sudah terjadi perikatan dan menimbulkan hak dan kewajiban bagi para pihak yang terlibat dalam perikatan tersebut untuk menyerahkan barang (bagi penjual) dan membayar harga pembelian barang (bagi pembeli). Dengan adanya perjanjian jual beli, saat itulah muncul hak dan kewajiban, dimana penjual berkewajiban untuk menyerahkan barang yang dijual dan berhak untuk menerima uang hasil penjualan. Sedangkan di sisi pembeli, pembeli berkewajiban untuk membayar harga pembelian dan berhak untuk menerima barang yang dijual.

Perjanjian jual beli saja hanya merupakan *obligatoir*, artinya bahwa perjanjian jual beli baru meletakkan hak dan kewajiban yang timbul antara penjual dan pembeli, namun belum memindahkan hak milik. Pemindahan hak milik baru terjadi setelah adanya penyerahan atau *levering*. *Levering* atau penyerahan adalah pemindahan hak milik atas suatu benda yang berasal dari seseorang yang berhak memindahkannya

²⁴ Kitab Undang-Undang Hukum Perdata [Burgerlijk Wetboek], diterjemahkan oleh R. Subekti dan R. Tjitro-sudibio, cet.27, (Jakarta: Pradnya Paramita, 1995), ps. 1458.

kepada orang lain, yang mengakibatkan orang lain menjadi pemilik benda tersebut²⁵. Doktrin mengenal penyerahan dalam 2 sistem, yaitu sistem kausal dan sistem abstrak²⁶. Sistem kausal menyatakan bahwa pada dasarnya perjanjian yang dibuat oleh para pihak baru menimbulkan hak dan kewajiban bagi masing-masing pihak. Dalam hal ini, hak yang timbul barulah hak perorangan²⁷. Perpindahan hak milik dari suatu perjanjian baru akan terjadi setelah adanya penyerahan dimana pada saat itulah timbul hak kebendaan seseorang. Sebaliknya, pada sistem abstrak, perjanjian sudah bersifat *zakelijk* atau sudah tercipta hak kebendaan, dimana pada saat itu tujuan pokok sudah tercapai yaitu adanya hak kebendaan tanpa harus ada penyerahan²⁸. Di Indonesia sendiri menganut sistem kausal dimana perjanjian pemindahan hak milik harus diikuti dengan adanya penyerahan hak milik. Penyerahan suatu benda tergantung pada jenis bendanya. Hal tersebut diatur dalam Pasal 612 sampai dengan Pasal 616 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata. Penyerahan benda bergerak berwujud dilakukan dari tangan ke tangan artinya penyerahan kekuasaan dan penyerahan fisik suatu benda. Penyerahan piutang atas nama dan kebendaan tak bertubuh lainnya dilakukan dengan jalan membuat sebuah akta otentik atau di bawah tangan. Penyerahan piutang atas bawa dilakukan dengan menyerahkan benda tersebut. Sedangkan untuk piutang atas tunjuk, penyerahan dilakukan dengan menyerahkan surat piutang tersebut disertai dengan *endorsement* yang menyatakan kepada siapa piutang tersebut dialihkan.

Transaksi efek di pasar modal diatur dalam Peraturan No. III.A.10 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-42/PM/1997 tanggal 26 Desember 1997 ("**Peraturan III.10**"), Peraturan Bursa Efek No. II A tanggal 27 Februari 2009, Peraturan KPEI, serta peraturan KSEI.

²⁵ Frieda Husni Hasbullah, *Hukum Kebendaan Perdata – Hak-Hak Yang Memberi Kenikmatan*, cet.1, (Jakarta: Ind Hill Co, 2002), hal. 113.

²⁶ *Ibid.*

²⁷ *Ibid.*

²⁸ *Ibid.*

Transaksi perdagangan saham di bursa efek dapat dilakukan melalui 3 pasar, yaitu pasar reguler, pasar negosiasi dan pasar tunai. Pada pasar reguler, proses pencapaian kesepakatan dilakukan melalui mekanisme lelang yang diawali dengan pemberian instruksi jual dari investor jual, melalui perantara pedagang efek jual, atau memberikan instruksi beli, melalui perantara pedagang efek beli. Dalam suatu transaksi di pasar modal, keberadaan perantara pedagang efek merupakan suatu hal yang penting karena perantara pedagang efek inilah yang mewakili kepentingan nasabahnya dalam melakukan transaksi beli atau transaksi jual.

Untuk melindungi kepentingan investor dari hubungan keperdataan antara investor dengan Perusahaan Efek, Bapepam dan LK telah mengeluarkan Peraturan No. V.E.1 tentang Perilaku Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Sebagai Perantara Pedagang Efek.

Pokok-pokok perilaku Perusahaan Efek yang melakukan kegiatan Sebagai Perantara Pedagang Efek antara lain sebagai berikut²⁹:

- (i) perantara pedagang efek wajib mendahulukan kepentingan nasabahnya;
- (ii) dalam memberikan rekomendasi jual atau beli, perusahaan efek wajib memperhatikan maksud dan tujuan investasi nasabah dan keadaan keuangan nasabah. Ketentuan ini digunakan untuk: (a) memastikan bahwa transaksi yang dilakukan oleh nasabah dapat terlaksana dan (b) menganalisa apakah partisipasi perusahaan efek diperlukan dalam penyelesaian transaksi jual beli saham, misalnya dalam bentuk pemberian fasilitas pinjaman, dalam bentuk uang maupun efek.

²⁹ Badan Pengawas Pasar Modal, *Perilaku Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Perantara Pedagang Efek*, Peraturan No. V.E.1 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-29/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996.

Setelah menerima pesanan jual atau beli dari nasabahnya, perantara pedagang efek jual atau perantara pedagang efek beli memasukkan penawarannya kepada petugas pialang yang ada di bursa.

Dalam hal penawaran jual atau beli tersebut telah sesuai, baik dari segi harga maupun jumlah, maka pada titik tersebut sudah terjadi kesepakatan (*match*). Kesepakatan yang telah terjadi menimbulkan hak dan kewajiban dari masing-masing pihak untuk menyerahkan barang yang dijual dan membayar harga pembelian.

Pada pasar negosiasi, perdagangan efek dilakukan melalui proses tawar-menawar secara individual (negosiasi langsung) antara anggota bursa efek atau antar nasabah melalui satu anggota bursa efek atau antara nasabah dengan anggota bursa efek atau antara anggota bursa efek dengan KPEI, yang selanjutnya hasil kesepakatan dari tawar-menawar tersebut diproses melalui JATS³⁰.

Penyelesaian transaksi bursa di pasar reguler dan pasar tunai antara anggota bursa efek jual dan anggota bursa efek beli dijamin oleh PT KPEI. Pada tahap ini, terjadi perpindahan hubungan hukum dari anggota kliring yang menimbulkan hak dan kewajiban atas transaksi bursa (perusahaan efek) beralih menjadi anggota kliring yang bersangkutan dengan PT KPEI. Dalam hal ini PT KPEI bertindak sebagai mitra pengimbang dan menjamin penyelesaian transaksi bursa dari masing-masing anggota kliring.

Pada pasar reguler, penyelesaian transaksi bursa dilakukan pada hari ketiga setelah transaksi ($T + 3$). Berdasarkan ketentuan Pasal 55 ayat (1) Undang-Undang Pasar Modal, penyelesaian transaksi bursa dapat dilaksanakan dengan penyelesaian pembukuan, penyelesaian fisik, atau cara lain yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah³¹. Penyelesaian pembukuan adalah pemenuhan hak dan kewajiban yang timbul sebagai akibat adanya transaksi bursa yang dilaksanakan dengan cara mengurangi efek dari rekening efek yang satu dan menambahkan efek dimaksud pada

³⁰Peraturan II-A, Lampiran Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No. Kep-00012/BEI/02-2009, tanggal 27 Pebruari 2009, angka II.8.

³¹Indonesia, *Undang-Undang Pasar Modal, op.cit.*, pasal 55.

rekening efek yang lain pada kustodian, dimana dalam hal ini pemindahan dilakukan secara elektronik melalui PT KSEI³². Peralihan hak atas efek terjadi pada saat penyerahan efek atau pada waktu efek tersebut dikurangkan dari rekening efek investor jual dan ditambahkan pada rekening efek investor beli. Selanjutnya untuk memenuhi ketentuan Undang-Undang Perseroan Terbatas, jual beli tersebut didaftarkan dalam Daftar Pemegang Saham Emiten yang dikelola oleh Biro Administrasi Efek.

Perbedaan antara transaksi jual beli saham melalui pasar modal dengan jual beli menurut Kitab Undang-Undang Hukum Perdata adalah sebagai berikut:

- (i) pada transaksi pasar modal, jual beli tidak dilakukan secara langsung antara penjual maupun pembeli, akan tetapi dengan perantaraan broker atau perantara pedagang efek. Konsep jual beli dengan mekanisme perantara pedagang efek ini mengakibatkan pihak penjual tidak mengetahui kondisi pembeli, begitu pun sebaliknya;
- (ii) penyerahan tidak dilakukan dengan membuat akta otentik dan tidak dilakukan secara fisik, melainkan dengan cara pemindahbukuan dari rekening efek investor jual ke rekening efek investor beli. Hal ini terjadi karena saham yang dikeluarkan oleh emiten telah dititipkan pada Lembaga Penyimpanan Penyelesaian, yaitu PT KSEI, dalam bentuk elektronik;
- (iii) Pada tahap penyelesaian transaksi, lembaga yang berperan dalam penyelesaian transaksi bursa adalah Lembaga Kliring dan Penjaminan, yaitu PT KPEI serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, yaitu PT KSEI.
- (iv) Adanya pengawasan transaksi jual beli yang dilakukan oleh otoritas pasar modal. Hal ini dilakukan dalam rangka mewujudkan pasar modal yang teratur, wajar, dan efisien dan untuk memberikan perlindungan terhadap investor yang melakukan transaksi jual beli

³²Indonesia, *Undang-Undang Pasar Modal*, penjelasan pasal 55.

saham. Perlindungan hukum yang diberikan oleh otoritas bursa tersebut dilakukan untuk mencegah atau mengurangi risiko-risiko yang dapat timbul dalam jual beli saham di pasar modal, antara lain risiko terjadinya gagal serah, risiko penipuan, manipulasi pasar, dan perdagangan orang dalam. Untuk mencegah atau menghindari risiko gagal serah, Pasal 55 ayat (2) Undang-Undang Pasar Modal menyatakan bahwa Lembaga Kliring dan Penjaminan, yaitu PT KPEI, menjamin penyelesaian transaksi bursa. Dasar dari penjaminan oleh PT KPEI itu adalah karena transaksi bursa merupakan transaksi yang terkait dari waktu ke waktu, dimana transaksi yang terjadi sebelumnya merupakan dasar dari transaksi berikutnya, sehingga pembatalan transaksi bursa sebelumnya akan mempengaruhi transaksi bursa berikutnya³³.

2. Short Selling Di Pasar Modal Indonesia dan Perbandingan dengan Amerika Serikat

Short selling adalah suatu mekanisme penjualan saham dimana pada saat transaksi dilakukan, penjual tidak memiliki saham yang ditransaksikan. Penjual melakukan *short* dengan harapan terjadi penurunan harga saham pada saat penjual tersebut mencari saham di pasar untuk memenuhi kewajiban penyerahan pada saat penutupan transaksi (T + 3)³⁴.

Pada skema *short selling* yang sederhana, penjual melakukan *short selling* dengan meminjam saham dan kemudian mencari saham di bursa untuk mengembalikan saham yang dipinjam tersebut³⁵.

Bagi investor lain, keberadaan pelaku *short selling* memberikan 2 manfaat. Manfaat pertama, pelaku *short selling* dapat memberikan suatu peringatan dini, baik kepada otoritas pasar modal maupun investor lain, mengenai kemungkinan terjadinya pelanggaran di bidang pasar modal. Manfaat kedua, pelaku *short selling* dapat mengurangi terjadinya

³³ Indonesia, *Undang-Undang Pasar Modal*, penjelasan pasal 55 ayat (2).

³⁴ Seraina Gruenewald, Alexander F Wagner, Rolf H Weber, *Short Selling Regulation After the Financial Crisis – First Principles Revisited*, research paper, diambil dari www.ssrn.com, diakses tanggal 26 November 2009, hal. 4.

³⁵ *Ibid.*

mispricing yang disebabkan karena adanya pengungkapan informasi yang tidak benar mengenai kondisi suatu perusahaan³⁶.

Perkiraan dari pelaku *short selling*, yang menginginkan terjadinya penurunan harga tersebut, bertentangan dengan pandangan emiten atau perusahaan publik, dimana emiten menginginkan harga sahamnya terus meningkat karena peningkatan tersebut membuktikan bahwa kondisi fundamental emiten tetap baik. Dalam memperkirakan terjadinya penurunan harga tersebut, kemungkinan terdapatnya pelanggaran terhadap Undang-Undang Pasar Modal dapat terjadi, misalnya dalam bentuk penipuan, manipulasi, atau *insider trading*, dimana hal tersebut dapat merugikan investor lainnya dan emiten. Kondisi ini mengakibatkan emiten melakukan tindakan-tindakan untuk membatasi atau menghindari atau mencegah transaksi *short selling*, antara lain dengan mengajukan gugatan kepada investor dan meminta pengawas pasar modal untuk melakukan penyidikan terhadap adanya dugaan pelanggaran di bidang pasar modal³⁷.

Pelarangan atau pembatasan transaksi *short selling* dapat mengakibatkan tidak likuidnya perdagangan suatu saham dan membuka kemungkinan terjadinya *overpriced* terhadap harga suatu saham.

Dibandingkan dengan transaksi jual beli saham pada umumnya, risiko terjadinya gagal serah pada transaksi *short selling* lebih besar. Hal ini terjadi karena pada saat transaksi, penjual belum memiliki saham yang ditransaksikan.

Untuk menjamin dilakukannya penyerahan, penjual mencari saham di bursa atau, dalam hal likuiditas atas efek tidak tersedia, penjual dapat mencari pinjaman saham, baik dari Perusahaan Efeknya maupun dengan menggunakan fasilitas pinjam-meminjam yang diberikan oleh PT KPEI.

Di Indonesia, *short selling* pertama kali diatur dalam Peraturan No. V.D.6 Lampiran keputusan ketua Bapepam No. Kep-09/PM/1997 tentang Pembiayaan Penyelesaian Transaksi Efek oleh Perusahaan Efek untuk

³⁶Jonathan M Karpoff dan Xiaoxia Lou, *Short Seller and Financial Misconduct*, research paper diakses dari www.ssrn.com, diakses tanggal 4 Desember 2009, hal. 39.

³⁷Owen A Lamont, *Go Down Fighting: Short Sellers vs Firms*, Yale ICF Working Paper No. 04-20, diakses dari www.ssrn.com, diakses tanggal 16 Desember 2009, hal. 1.

Nasabah (“Kep-09”). Perbedaan penting antara Kep-09 tersebut dengan Peraturan No. V.D.6, antara lain sebagai berikut:

- a. ketentuan mengenai efek dimana dalam Peraturan No. V.D.6, persyaratan efek yang dapat dibiayai oleh Perusahaan Efek diatur dalam Peraturan Bursa Efek. Ketentuan mengenai tata cara perdagangan *short selling* sendiri baru diatur oleh Bursa Efek pada tahun 2009 melalui Peraturan No. II-H Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia No. Kep-00009/BEI/01-2009 tanggal 30 Januari 2009 tentang Persyaratan dan Perdagangan Efek Dalam Transaksi Margin dan Transaksi Short Selling (“Peraturan II-H”).
- b. Pemberian tanda “*short*” pada saat order jual dimasukkan; dan
- c. ketentuan mengenai harga yang dapat dimasukkan dalam transaksi *short selling*, dimana harga yang dimasukkan adalah harga tertinggi dari harga yang terjadi sebelumnya.

Baik Peraturan No. V.D.6 maupun Peraturan II-H tidak memuat suatu larangan untuk transaksi *short selling*, namun kedua peraturan tersebut berisi batasan-batasan untuk melakukan transaksi *short selling*.

Peraturan V.D.6 tidak secara khusus mengatur tentang bagaimana suatu transaksi *short selling* dilakukan, namun lebih mengatur tentang pembiayaan transaksi *short selling* oleh perusahaan efek. Peraturan ini pun dijadikan satu dengan peraturan mengenai pembiayaan dalam rangka transaksi margin. Latar belakang dari digabunginya peraturan tersebut adalah karena kedua jenis transaksi tersebut sama-sama mengatur mengenai pembiayaan penyelesaian transaksi efek oleh Perusahaan Efek.

Pada transaksi margin, suatu perusahaan efek membiayai pembelian efek untuk kepentingan investor yang pada saat transaksi investor beli tidak memiliki dana yang cukup untuk membiayai transaksi tersebut. Sebaliknya pada transaksi *short selling*, Perusahaan Efek akan meminjamkan efek yang dimilikinya atau efek yang dipinjam dari Perusahaan Efek lain atau PT KPEI, atau Bank Kustodian untuk kepentingan nasabahnya yang melakukan *short selling* sehingga nasabah tersebut dapat memenuhi kewajibannya pada tanggal penyerahan. Sumber

pembiayaan Perusahaan Efek dalam menyelesaikan transaksi *short selling* dapat berasal dari efek yang dimiliki oleh Perusahaan Efek itu sendiri atau efek yang dimiliki berdasarkan Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek dengan PT KPEI atau Perusahaan Efek atau Bank Kustodian lainnya.

Pada transaksi *short selling* setidaknya-tidaknya terdapat 2 peristiwa perdata, yaitu jual beli dan pinjam-meminjam saham. Peristiwa jual beli dalam kasus *short selling* melibatkan 2 kali transaksi jual beli dimana jual beli pertama dilakukan antara *short seller* (penjual) dengan pembeli dan jual beli kedua antara *short seller*, selaku pembeli, dengan investor lain, selaku penjual, dalam rangka mencari saham untuk diserahkan pada tanggal penyerahan atau untuk mengembalikan saham yang dipinjam dari Perusahaan Efek, dengan demikian saat suatu saham dipinjamkan akan terdapat dua investor yang berhak untuk menjual saham yang sama dalam waktu yang bersamaan pula. Dalam transaksi *short selling*, *short seller* dapat bertindak dalam 3 kapasitas, yaitu sebagai penjual, sebagai pembeli (jika *short seller* dapat memperoleh saham di bursa), atau sebagai debitur (jika *short seller* meminjam saham dari Perusahaan Efek).

Peristiwa perdata kedua, yaitu pinjam-meminjam terjadi antara *short seller*, selaku debitur, dengan Perusahaan Efek, selaku kreditur, dan Perusahaan Efek, selaku debitur, dengan Perusahaan Efek lain atau Bank Kustodian atau PT KPEI, selaku kreditur.

Peraturan V.D.6 mengatur pihak-pihak yang terkait dengan *short selling*, yaitu *short seller*, Perusahaan Efek, dan Bursa Efek. Sedikitnya ada 3 pihak yang diatur dalam Peraturan V.D.6, yaitu:

(a) Perusahaan Efek.

Perusahaan Efek perlu dibebani dengan hak dan kewajiban karena transaksi investor di pasar modal dilakukan melalui perusahaan efek, dalam hal ini perantara pedagang efek. Untuk dapat melakukan pembiayaan transaksi *short selling*, suatu perusahaan efek harus memenuhi persyaratan-persyaratan yang dapat diklasifikasikan ke dalam 2 bagian, yaitu:

- (1) persyaratan sebelum melakukan transaksi, yang terdiri dari syarat-syarat sebagai berikut:
 - 1.1 Persyaratan Administratif, yaitu: (i) memiliki izin usaha dari Bapepam dan LK untuk melakukan kegiatan sebagai perantara pedagang efek yang mengadministrasikan rekening efek nasabah dan (ii) memperoleh persetujuan dari Bursa Efek untuk melakukan transaksi *short selling*. Dalam memberikan persetujuannya kepada anggota bursa efek, bursa efek telah menetapkan kriteria-kriteria khusus bagi anggota bursa sebagai berikut³⁸:
 - a. memiliki ketentuan atau kebijakan internal secara tertulis mengenai transaksi *short selling* yang meliputi: kriteria penetapan limit pembiayaan, batas waktu pemberian kesempatan bagi nasabah untuk menambah jaminan, batas waktu untuk eksekusi jaminan, kriteria nasabah yang berhak untuk mendapatkan fasilitas transaksi *short selling*, rasio antara total keseluruhan *exposure* marjin terhadap MKBD³⁹.
 - b. memiliki *Standard Operating Procedure* untuk pelaksanaan transaksi *short selling* yang memuat tata cara penerimaan calon nasabah, pemantauan terhadap limit dan pelaksanaan pembiayaan terhadap setiap nasabah, pemantauan terhadap efek *short selling*, pemantauan terhadap pelaksanaan kewajiban untuk melakukan tambahan jaminan, pemantauan terhadap penyelesaian transaksi *short*

³⁸ Bursa Efek Indonesia, *Keanggotaan Marjin dan Short Selling*, Peraturan Nomor III-I, Lampiran Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia No. Kep-00010/BEI/01-2009 tanggal 30 Januari 2009, ketentuan Nomor II.2.

³⁹ *Ibid*, ketentuan Nomor II.2.1.1

selling, dan pengawasan dan pemeriksaan internal terhadap transaksi *short selling*⁴⁰.

- c. memiliki sistem *back office* yang telah terintegrasi⁴¹; dan
 - d. memiliki bagian pengawasan internal khusus yang mengawasi operasional pengendalian risiko terkait pelaksanaan transaksi *short selling*⁴².
- 1.2. Persyaratan keuangan, dimana untuk dapat melakukan transaksi *short selling*, suatu perusahaan efek harus memiliki Modal Kerja Bersih Disesuaikan sesuai dengan persyaratan yang diatur dalam Peraturan Bapepam dan LK. Modal Kerja Bersih Disesuaikan adalah akun jumlah kas dan bank, portofolio efek, dan aktiva lain perusahaan efek dikurangi dengan seluruh utang perusahaan efek. Dalam Perusahaan Efek dikenal 2 macam permodalan, yaitu modal disetor dan modal kerja bersih disesuaikan atau MKBD. Besarnya MKBD ini tergantung dari kegiatan usaha dari Perusahaan Efek itu sendiri. Jika Perusahaan Efek tersebut melakukan aktifitas sebagai Penjamin Emisi Efek, maka MKBD-nya pun harus besar. MKBD merupakan komponen utama ketika Perusahaan Efek melakukan kegiatan usaha sehari-hari dan bersifat likuid atau mudah dicairkan⁴³;
- 1.3. Perjanjian dengan Lembaga Kliring dan Penjaminan, Perusahaan Efek lain, Bank Kustodian, dan/atau pihak lain yang disetujui Bapepam dan LK untuk meminjam efek yang diperlukan bagi penyelesaian transaksi penjualan efek. Perikatan dengan Lembaga Kliring dan Penjaminan, Perusahaan Efek lain, Bank Kustodian, dan/atau pihak lain

⁴⁰ *Ibid*, ketentuan Nomor II.2.2

⁴¹ *Ibid*, ketentuan Nomor II.2.3

⁴² *Ibid*, ketentuan Nomor II.2.4

⁴³ Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia*, cet.1, (Jakarta: PT Tatanusa, 2006), hal. 341.

merupakan unsur penting dalam transaksi *short selling* untuk menjamin kewajiban nasabahnya untuk menyerahkan saham pada saat penutupan transaksi ($T + 3$). Dengan adanya perikatan dengan Lembaga Kliring dan Penjaminan atau Perusahaan Efek atau Bank Kustodian, suatu Perusahaan Efek dapat meminjam efek terlebih dahulu dari pihak-pihak tersebut untuk kepentingan nasabahnya dalam rangka penyelesaian transaksi *short selling* dalam hal nasabah tersebut tidak mendapatkan saham di bursa.

- (2) Persyaratan pada saat transaksi dilakukan. Pada saat melakukan transaksi *short selling*, baik untuk kepentingan sendiri maupun kepentingan nasabahnya, suatu Perusahaan Efek harus memperhatikan nilai pembiayaan efek atas transaksi *short selling*, dimana nilai pembiayaan efek adalah sebesar nilai pasar wajar efek yang ditransaksikan secara *short selling* oleh nasabah. Pada Kep-09, nilai pembiayaan efek yang dapat diberikan oleh Perusahaan Efek adalah sebesar 50% dari nilai jaminan. Selain memperhatikan nilai pembiayaan efek, Peraturan V.D.6 juga membatasi harga penawaran jual, dimana harga penawaran jual yang dimasukkan dalam sistem perdagangan bursa efek harus di atas harga yang terjadi terakhir di bursa efek dan Perusahaan Efek wajib memberi tanda *short* pada saat pelaksanaan order jual pada sistem perdagangan bursa efek.

Berdasarkan ketentuan di atas, dapat dilihat bahwa baik peraturan Bapepam dan LK maupun peraturan Bursa Efek mengatur persyaratan yang ketat untuk membatasi transaksi *short selling*, baik yang dilakukan oleh nasabah maupun oleh Perusahaan Efek. Hal ini terjadi dengan mempertimbangkan bahwa transaksi *short selling* merupakan transaksi yang mengandung risiko, tidak hanya risiko bagi investor maupun risiko bagi Perusahaan Efek.

Risiko bagi perusahaan efek adalah karena pada transaksi *short selling* melibatkan unsur pembiayaan yang dapat mempengaruhi kondisi

keuangan dari Perusahaan Efek. Dengan demikian untuk melindungi perusahaan efek, Perusahaan Efek pun harus memenuhi kriteria tertentu untuk memberikan pembiayaan transaksi *short selling* bagi kepentingan nasabahnya.

(b) Investor atau nasabah.

Persyaratan investor sebelum melakukan transaksi *short selling* terdiri dari kewajiban untuk: (i) memiliki rekening efek reguler pada Perusahaan Efek, (ii) membuka rekening efek pembiayaan transaksi *short selling*, (iii) menyetorkan jaminan awal paling kurang 50% dari nilai transaksi *short selling* atau Rp. 200.000.000,00 mana yang lebih kecil, dan (iv) mengadakan perjanjian pinjam-meminjam efek dengan Perusahaan Efek. Jaminan awal berupa dana dan/atau efek yang wajib disetor oleh investor kepada perusahaan efek sebagai jaminan pembiayaan pada saat pembukaan rekening efek pembiayaan transaksi *short selling*. Investor juga harus menyediakan jaminan pembiayaan yang bernilai paling kurang 150% dari nilai transaksi *short selling* pada saat transaksi *short selling* pertama terjadi, dimana jaminan pembiayaan sekurang-kurangnya terdiri dari jaminan awal dan dana yang diterima dari penjualan efek melalui transaksi *short selling*. Selama nasabah memiliki rekening transaksi pembiayaan *short selling*, nasabah berkewajiban untuk memelihara nilai jaminan pembiayaan tersebut sekurang-kurangnya 135% dari nilai pasar wajar efek pada posisi *short*.

Dalam hal nilai jaminan pembiayaan tersebut mengalami penurunan atau nilai pasar wajar efek dalam posisi *short* meningkat, sehingga mengakibatkan nilai jaminan pembiayaan kurang dari 135% dari nilai pasar efek pada posisi *short*, nasabah berkewajiban untuk menambah jaminan tersebut sehingga kembali ke posisi sekurang-kurangnya 135% dari nilai pasar wajar.

Dalam hal nasabah tidak memenuhi kewajibannya tersebut, maka pada hari bursa ke-empat, perusahaan efek wajib segera

membeli efek yang dijual melalui transaksi *short selling*. Jaminan awal dan jaminan pembiayaan merupakan persyaratan yang penting bagi Investor karena dalam transaksi *short selling* antara investor dengan Perusahaan Efek terdapat hubungan hukum yang berupa pembiayaan, dimana nasabah akan mendapat pembiayaan dari Perusahaan Efek, yaitu berupa efek untuk diserahkan kepada pembeli pada tanggal penyerahan.

Dalam hal ini, nasabah akan berkedudukan sebagai Debitur, dan Perusahaan Efek akan berkedudukan sebagai Kreditur. Dari sudut Perusahaan Efek, pemberian pembiayaan transaksi *short selling* yang dilakukan oleh nasabahnya menimbulkan resiko, sehingga untuk kepentingan Perusahaan Efek, fungsi jaminan awal dan jaminan pembiayaan merupakan hal yang penting. Dalam hal nasabah lalai untuk memenuhi kewajibannya berdasarkan perjanjian pembiayaan transaksi *short selling*, maka Perusahaan Efek berhak untuk menjual efek yang ada dalam rekening efek tersebut. Kewajiban untuk menandatangani perjanjian pinjam-meminjam efek dengan Perusahaan Efek dimaksudkan agar pihak *short seller* dapat memenuhi kewajibannya pada tanggal penyerahan apabila pihak *short seller* tersebut gagal untuk memperoleh saham di bursa efek. Dengan adanya perjanjian pinjam-meminjam dengan Perusahaan Efek tersebut, maka kepastian penyerahan pada transaksi *short selling* akan dapat dipenuhi oleh pihak *short seller*. Ditinjau dari sudut Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, pemberian jaminan tersebut merupakan bentuk jaminan yang khusus. Berdasarkan Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, dikenal 2 macam jaminan, yaitu jaminan umum dan jaminan khusus. Jaminan umum diatur dalam Pasal 1131 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata dimana disebutkan bahwa segala kebendaan si berhutang, baik yang bergerak maupun tidak bergerak, baik yang sudah ada maupun yang baru akan ada di kemudian hari, menjadi tanggungan untuk

segala perikatannya. Jaminan umum tersebut kurang memberikan kepastian bagi kreditur, dalam hal ini Perusahaan Efek, karena dalam hal debitur wanprestasi, seluruh harta benda debitur tersebut akan dibagikan kepada seluruh kreditur yang tidak dijamin secara khusus. Untuk lebih memberikan kepastian bagi kreditur dalam rangka pengembalian efek tersebut, diberikan jaminan khusus. Jaminan khusus dapat berupa: (i) jaminan kebendaan, antara lain dalam bentuk gadai dan fidusia, (ii) jaminan perorangan, dan (iii) jaminan yang lain. Jaminan yang diberikan dalam pembiayaan transaksi *short selling* berupa uang dan/atau efek.

(c) Bursa Efek.

Bursa Efek perlu diatur karena Bursa Efek adalah pihak yang menyediakan sarana untuk jual beli saham. Bursa Efek, sebagai penyedia sistem dan sarana jual beli efek, diwajibkan untuk:

- (1) memeriksa sistem operasional perusahaan efek, terutama yang terkait dengan sistem manajemen risiko atas pembiayaan penyelesaian transaksi efek bagi nasabah;
- (2) melakukan pemeriksaan atas sistem operasional tersebut secara berkala sekurang-kurangnya sekali dalam setahun; dan
- (3) menetapkan persyaratan efek yang dapat ditransaksikan dalam transaksi *short selling* dan efek yang dapat digunakan sebagai jaminan pembiayaan. Dalam menetapkan efek yang dapat ditransaksi dalam transaksi *short selling*, Bursa Efek harus mempertimbangkan faktor-faktor berikut:
 - (i) nilai minimal rata-rata transaksi harian dalam periode tertentu;
 - (ii) jumlah minimal pihak yang memiliki efek dalam periode tertentu;
 - (iii) faktor fundamental efek; dan

- (iv) batasan persentase jumlah maksimal efek dari total efek yang beredar yang dapat ditransaksikan.
- (4) mengumumkan kepada masyarakat dan melaporkan kepada Bapepam dan LK efek-efek yang memenuhi syarat transaksi *short selling* dan meninjau pemenuhan persyaratannya apabila ada informasi material dan mengumumkan hasil peninjauan tersebut kepada publik dan melaporkannya kepada Bapepam dan LK.

Selanjutnya melalui Peraturan II-H, Bursa Efek telah menetapkan syarat-syarat efek yang dapat dijadikan obyek dalam transaksi *short selling* dan efek yang dapat dijadikan jaminan untuk transaksi *short selling*. Berdasarkan Peraturan II-H, kriteria efek yang dapat dijadikan efek *short selling* adalah sebagai berikut:

- a. efek tersebut telah tercatat di bursa dengan rata-rata nilai transaksi harian di pasar reguler dalam 6 bulan terakhir minimal Rp. 10.000.000.000,00 dan minimal nilai transaksi harian di pasar reguler Rp. 1.000.000.000,00. Untuk efek yang tercatat kurang dari 6 bulan, maka rata-rata nilai transaksi harian di pasar reguler mencapai minimal Rp. 50.000.000.000,00 untuk periode sekurang-kurangnya 3 bulan sejak dicatatkan dan minimal transaksi harian adalah Rp. 5.000.000.000,00.
- b. memiliki Price Earning Ratio (PER) tidak lebih dari 3 kali market PER. *Price Earning Ratio* menggambarkan apresiasi pasar terhadap kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba. Bagi investor, semakin kecil PER suatu saham, semakin bagus karena saham tersebut termasuk dalam kategori murah⁴⁴.
- c. jumlah pemegang saham sekurang-kurangnya 600 pemegang saham. Latar belakang dari persyaratan ini adalah untuk mempermudah *short seller* dalam

⁴⁴ Darmadji, *op.cit.*, hal. 198.

mendapatkan saham dan/atau untuk memberikan kemudahan kepada Perusahaan Efek untuk mencari pinjaman efek untuk penyelesaian transaksi *short selling*. Semakin banyak investor yang memegang suatu efek, maka semakin besar peluang bagi nasabah dan/atau Perusahaan Efek untuk membeli saham untuk diserahkan pada tanggal penyerahan atau untuk memperoleh saham pinjaman.

- d. total saham dengan kepemilikan di bawah 5% dari jumlah saham tercatat minimal 20% yang dihitung selama 6 bulan terakhir hingga periode *review* oleh bursa dan sekurang-kurangnya 3 bulan sejak tercatat hingga periode *review* untuk efek yang telah tercatat di bursa kurang dari 6 bulan.

Sedangkan untuk efek jaminan, selain persyaratan di atas, terdapat persyaratan tambahan, yaitu:

- a. termasuk dalam daftar saham yang diperhitungkan dalam Indeks LQ-45; dan
- b. Surat Berharga Negara dan Obligasi Korporasi yang diterbitkan di Indonesia, tercatat di Bursa, dan sekurang-kurangnya memiliki rating A+ atau yang setara.

Persyaratan efek sebagaimana disebutkan di atas dibuat untuk memberikan kemudahan bagi investor dalam transaksi *short selling* dan untuk mengurangi terjadinya gagal serah dalam transaksi *short selling*. Persyaratan-persyaratan tersebut di atas juga memberikan kemudahan bagi nasabah atau investor untuk memperoleh saham dan memberikan kemudahan bagi Perusahaan Efek untuk mendapatkan pinjaman untuk penyelesaian transaksi dan untuk pengembalian efek kepada pemberi pinjaman.

Berdasarkan uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa peraturan-peraturan di atas, baik peraturan Bapepam dan LK maupun peraturan Bursa tidak melarang transaksi *short selling*. Dengan mempertimbangkan risiko-risiko yang besar dari *short selling* dan keunikan dari transaksi *short selling*, Bapepam dan LK maupun Bursa Efek sebagai regulator di pasar

modal memberikan batasan-batasan yang harus dipenuhi oleh para pihak sebelum melakukan transaksi *short selling* dan selama pembiayaan transaksi *short selling* masih dilakukan.

Dalam menganalisa transaksi *short selling* di Indonesia, penulis membandingkan dengan konsep transaksi short selling di Amerika Serikat. Perbandingan tersebut dilakukan dengan alasan-alasan sebagai berikut:

- (a) Sistem pasar modal Indonesia mengambil konsep dari pasar modal di Amerika Serikat;
- (b) Undang-Undang Pasar Modal Indonesia diambil dari konsep pasar modal Amerika Serikat. Hal ini disebabkan karena perkembangan pasar modal di Amerika Serikat yang sudah mengalami pasang surut dianggap sudah memiliki berbagai aturan yang lengkap yang dapat dipakai dan dipergunakan untuk memberikan pengarah dan pengaturan pasar modal yang lebih baik bagi Indonesia⁴⁵.
- (c) perkembangan transaksi di pasar modal Amerika Serikat yang berkembang sangat pesat, sehingga dapat dijadikan acuan bagaimana sikap otoritas pasar modal di Amerika Serikat dalam menghadapi transaksi yang sudah semakin modern.

Pengaturan *short selling* di Amerika Serikat diatur dalam Regulation SHO tahun 2004. Peraturan ini berlaku efektif pada tanggal 7 September 2004. Berdasarkan Regulation SHO, *short sale* didefinisikan sebagai berikut:

A short sale is the sale of a security that the seller does not own or any sale that is consummated by the delivery of a security borrowed by, or for the account of, the seller.

Untuk memenuhi kewajibannya dalam menyerahkan efek kepada pembeli, *short seller* akan meminjam efek, pada umumnya berasal dari perusahaan efek atau investor lainnya. Selanjutnya *short seller* menyelesaikan posisi *short* tersebut dengan membeli efek yang setara di pasar terbuka, atau menggunakan efek yang sudah dimilikinya, dan

⁴⁵Gunawan Widjaja, *Transplantasi Trusts Dalam KUH Perdata, KUHD, dan Undang-Undang Pasar Modal Indonesia*, cet. 1, (Jakarta: PT Rajawali Pers, 2008), hal. 435.

mengembalikan efek tersebut kepada pemberi pinjaman. Secara umum, *short selling* digunakan untuk mengambil keuntungan dari suatu penurunan harga, untuk menyediakan likuiditas sebagai tanggapan dari permintaan, atau untuk sarana *hedging* atas posisi *long* atas efek yang sama. Regulation SHO memuat beberapa ketentuan sebagai berikut:

- a. Regulation 201 tentang *Price Test*. Ketentuan ini mensyaratkan bahwa harga pembelian untuk membeli efek sehubungan dengan transaksi *short selling* adalah sebesar 1 sen di atas harga penawaran terbaik pada saat pelaksanaan⁴⁶.
- b. Regulation 203 tentang *Locate and Delivery Requirements of Short Sale*. Ketentuan ini mensyaratkan adanya kewajiban untuk menyediakan efek untuk dipinjamkan. Ketentuan ini melarang Perusahaan Efek untuk melakukan transaksi *short selling*, baik untuk kepentingan nasabahnya maupun untuk kepentingan sendiri, kecuali jika Perusahaan Efek sudah: (i) meminjam efek atau mengadakan perjanjian untuk meminjam efek, atau (ii) memiliki alasan yang kuat bahwa efek tersebut akan tersedia pada tanggal penyerahan.

Pada tahun 2007, Securities Exchange Commission mengubah Regulation SHO dengan menghapus ketentuan mengenai *Price Test*. Perubahan ini juga melarang *Self Regulatory Organization* untuk membuat *Price Test*. Ketentuan tersebut dimaksudkan untuk menyederhanakan ketentuan tentang *short selling* dan untuk menghapuskan batasan-batasan yang dipandang sudah tidak efektif.

Ketentuan ini mengubah Rule 10a-1 yang melarang adanya *short selling* pada kondisi pasar yang menurun. Berdasarkan Rule 10a-1, suatu efek dapat dijual secara *short* dengan harga: (i) di atas harga penjualan

⁴⁶Diakses dari www.sec.com, tanggal 5 November 2009.

sebelumnya (*plus tick*) atau (ii) harga terakhir jika harga tersebut lebih tinggi daripada perbedaan harga terakhir⁴⁷.

Pada bulan Oktober 2008, Securities Exchange Commission mengeluarkan peraturan Naked Short Selling Antifraud Rule. Peraturan ini ditujukan untuk *short seller* yang melakukan tindakan *naked short selling* dimana mereka tidak memiliki efek yang dijual dan tidak meminjam efek tersebut dari Perusahaan Efek lainnya sehingga mengakibatkan terjadinya gagal serah.

Pada bulan September 2008, Securities Exchange Commission telah mengeluarkan perubahan sementara dari Rule 204. Perubahan tersebut dimaksudkan untuk mencegah adanya praktek "*naked short selling*". Pada *naked short selling*, pelaku *short selling* tidak memiliki saham dan tidak meminjam saham dari broker untuk penyelesaian transaksi, sehingga terjadilah gagal serah. Hal tersebut disebabkan karena investor memiliki intensi untuk melakukan manipulasi pasar atau semata-mata dilakukan untuk menghindari adanya biaya pinjaman⁴⁸. Perubahan tersebut selanjutnya ditegaskan kembali pada bulan Juli 2009 terhadap Rule 204. Perubahan peraturan tersebut juga dilatarbelakangi oleh keadaan dimana pada masa itu terjadi penurunan harga saham secara tiba-tiba dan diikuti dengan menurunnya kepercayaan investor terhadap kondisi pasar modal. Sehubungan dengan hal tersebut, tujuan lain dari perubahan peraturan tersebut dimaksudkan untuk mencegah adanya kekacauan di bidang pasar modal. Adapun butir-butir penting dari perubahan Rule 204 adalah sebagai berikut⁴⁹:

- a. *close out Requirement*. *Close out requirement* mewajibkan pihak penjual untuk membeli atau meminjam efek dari pihak lain pada hari perdagangan berikutnya setelah adanya kegagalan untuk menyerahkan efek. Ketentuan ini juga memungkinkan seorang investor untuk mendelegasikan tanggung jawab untuk penyerahan

⁴⁷ www.sec.gov, diakses pada tanggal 5 November 2009.

⁴⁸ <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-60388.pdf>, diakses pada tanggal 2 November 2009.

⁴⁹ *Ibid.*

efek kepada perantara perdagangan efek. Dengan mendelegasikan tanggung jawab tersebut kepada perantara pedagang efek, maka perantara pedagang efek memiliki kewajiban yang sama dengan nasabah, yaitu untuk menyelesaikan gagal serah tersebut dengan cara membeli atau meminjam efek dari pihak lain.

- b. *Borrowing Requirement*. *Borrowing requirement* ini mewajibkan pihak yang melakukan transaksi *short selling* untuk meminjam efek kepada pihak lain, sehingga akan terdapat suatu jaminan bahwa pada tanggal penyerahan, efek tersebut akan diserahkan kepada pembeli. Kewajiban atas peminjaman efek tersebut terus berlaku sampai dengan penjual membeli efek lain untuk mengganti efek yang dipinjam tersebut.
- c. *Credit For Early Close Out*. Berdasarkan ketentuan ini, seorang perantara pedagang efek dapat membeli efek sebelum tanggal penyerahan transaksi.
- d. *Market Makers*. Ketentuan ini memberikan pengecualian bagi *market makers* untuk memfasilitasi pesanan nasabah dalam menghadapi kondisi pasar yang cepat. Berdasarkan ketentuan ini, *registered market makers*, *options market makers*, dan *other market makers* dikenakan untuk melaksanakan kewajiban *close out* dalam jangka waktu selambat-lambatnya 3 hari setelah penyelesaian transaksi (T + 6).
- e. *Sham Close Out*. Ketentuan ini melarang anggota kliring atau perusahaan efek untuk membuat suatu perjanjian dengan pihak lain dimana pada saat perjanjian tersebut dibuat, anggota kliring atau perusahaan efek tersebut sudah mengetahui bahwa pihak lain tersebut tidak dapat menyerahkan sahamnya. Ketentuan ini dimaksudkan untuk menghindari adanya gagal serah yang berkelanjutan.

Berdasarkan uraian di atas, dapat dilihat adanya persamaan antara pengaturan *short selling* di Indonesia dengan di Amerika Serikat, yaitu bahwa peraturan di kedua Negara tersebut tidak melarang transaksi *short*

selling dan bahwa peraturan di kedua Negara tersebut memuat adanya kewajiban untuk menyediakan saham, baik melalui pembelian saham secara terbuka di bursa efek maupun melalui peminjaman dari Perusahaan Efek, sebelum tanggal penyerahan. Hal ini menunjukkan bahwa peraturan-peraturan tersebut dibuat untuk melindungi pihak pembeli dan untuk memberikan jaminan terjadinya penyerahan.

Adapun perbedaan-perbedaan antara kedua peraturan tersebut adalah sebagai berikut:

No.	Ketentuan	Peraturan di Amerika Serikat	Peraturan di Indonesia	Keterangan
1.	Nilai Pembiayaan	Tidak diatur	Mengatur nilai pembiayaan, yaitu sebesar nilai pasar wajar dari efek tersebut	Ketentuan ini membatasi Perusahaan Efek untuk memberikan pembiayaan. Adanya ketentuan ini akan melindungi tingkat kesehatan keuangan Perusahaan Efek
2.	Pemberian jaminan dari Nasabah dan kewajiban untuk menambah jaminan apabila nilai jaminan mengalami penurunan	Tidak diatur	Adanya kewajiban bagi nasabah untuk menyediakan jaminan pembiayaan	Adanya ketentuan ini dilatarbelakangi oleh adanya sifat "pembiayaan" dalam transaksi <i>short selling</i> dimana dalam transaksi <i>short selling</i> , Perusahaan Efek dapat bertindak selaku kreditur untuk kepentingan nasabahnya dalam melaksanakan transaksi <i>short</i>

No.	Ketentuan	Peraturan di Amerika Serikat	Peraturan di Indonesia	Keterangan
				<i>selling</i> . Pemberian jaminan ini akan melindungi kepentingan Perusahaan Efek bilamana nasabahnya melakukan wan prestasi untuk mengembalikan efek yang dipinjamnya.
3.	Kriteria efek yang dapat ditransaksikan secara <i>short</i>	Tidak diatur	Diatur dalam Peraturan Bursa Efek	Ketentuan ini akan memberikan kemudahan bagi semua pihak yang melakukan transaksi <i>short selling</i> untuk memperoleh saham, baik melalui mekanisme pembelian di bursa maupun peminjaman melalui Perusahaan Efek.
4.	Pokok-pokok Perjanjian Pinjam-Meminjam Efek	Tidak diatur	Diatur	Pengaturan mengenai pokok-pokok perjanjian pinjam-meminjam efek ini menunjukkan bahwa Bapepam dan LK turut berperan dalam hubungan keperdataan antara nasabah dengan

No.	Ketentuan	Peraturan di Amerika Serikat	Peraturan di Indonesia	Keterangan
				<p>Perusahaan Efek dan Perusahaan Efek dengan Bank Kustodian, Perusahaan Efek lain, maupun PT KPEI. Hal ini dilatarbelakangi oleh adanya kondisi bahwa transaksi keperdataan di bidang pasar modal dapat mempengaruhi kondisi pasar modal secara luas bilamana ada pihak-pihak yang terlibat dalam transaksi tersebut tidak memenuhi kewajibannya. Hal ini juga merupakan implementasi dari pelaksanaan wewenang Bapepam dan LK untuk menciptakan pasar yang wajar, teratur, dan efisien.</p>
5.	Harga jual	Tidak diatur	Harga jual di atas harga yang terjadi di Bursa Efek	<p>Ketentuan ini dibuat untuk mencegah adanya manipulasi pasar yang dapat mempengaruhi harga saham di bursa. Ketentuan ini</p>

No.	Ketentuan	Peraturan di Amerika Serikat	Peraturan di Indonesia	Keterangan
				merupakan implementasi dari wewenang Bapepam dan LK untuk menciptakan pasar yang teratur wajar dan efisien. Ketentuan ini juga bertujuan untuk melindungi pasar dan melindungi investor lainnya dari adanya penurunan harga akibat adanya transaksi <i>short selling</i> .
6.	Kriteria Perusahaan Efek yang dapat melakukan transaksi <i>short selling</i> untuk kepentingan nasabah.	Tidak diatur	Diatur dalam peraturan Bursa Efek	Peraturan ini diberikan untuk melindungi kepentingan Perusahaan Efek dalam hal Perusahaan Efek membiayai transaksi <i>short selling</i> untuk kepentingan nasabah.

Pada saat kondisi pasar modal menurun seperti yang terjadi pada tahun 2008 yang dipengaruhi oleh krisis pasar modal di Amerika Serikat, transaksi *short selling* semakin memperburuk kondisi pasar modal Indonesia. Hal ini terjadi karena pada saat itu, terdapat lebih banyak penawaran jual dibandingkan penawaran beli, sehingga hal tersebut semakin menurunkan harga suatu efek yang pada akhirnya mengakibatkan turunnya Indeks Harga Saham Gabungan. Sebagaimana telah diuraikan pada bab I, IHSG merupakan indikator bursa efek, sehingga apabila IHSG mengalami penurunan, hal tersebut akan mengurangi kepercayaan investor

pada bursa efek di Indonesia dimana hal tersebut dapat mempengaruhi kegiatan perekonomian di Indonesia. Untuk melindungi kepentingan investor dan untuk menciptakan pasar yang teratur, wajar, dan efisien, Bapepam dan LK dapat menggunakan wewenangnya untuk menghentikan kegiatan perdagangan di Bursa Efek untuk jangka waktu tertentu dalam keadaan darurat⁵⁰. Keadaan darurat adalah suatu keadaan memaksa di luar kemampuan pihak sebagai akibat, antara lain, adanya perang, peristiwa alam seperti gempa bumi atau banjir, pemogokan, sabotase atau huru-hara, turunnya sebagian besar atau keseluruhan harga efek yang tercatat di bursa efek sedemikian besar dan material sifatnya yang terjadi secara mendadak atau kegagalan sistem perdagangan atau penyelesaian transaksi.

Sebagai implementasi dari wewenang tersebut, untuk melindungi kepentingan investor dan kepentingan pasar secara luas, Bursa Efek menggunakan kewenangan yang dimiliki dengan melakukan suspensi terhadap perdagangan efek dan derivatif di seluruh pasar dan juga melarang transaksi *short selling* untuk sementara.

Bursa Efek juga melakukan koordinasi dengan Bapepam dan LK dalam mengambil langkah-langkah penting untuk menyelamatkan pasar modal, antara lain dengan mengeluarkan peraturan tentang batasan *auto rejection*, melakukan pemeriksaan dan penyidikan kepada pihak-pihak yang diduga melakukan pelanggaran terhadap peraturan *short selling* dan pihak-pihak yang diduga melakukan tindak pidana di bidang pasar modal.

Sejalan dengan tindakan yang dilakukan oleh Bapepam dan LK dan Bursa Efek, pada saat itu, PT KPEI juga menggunakan kewenangannya dengan tidak memberikan fasilitas pinjam-meminjam efek. Fasilitas pinjam-meminjam efek tersebut dibuka kembali pada bulan April 2009.

Setelah larangan *short selling* dikeluarkan oleh Bursa Efek maupun Bapepam dan LK, kedua otoritas pasar modal tersebut mulai melakukan penyempurnaan-penyempurnaan terhadap peraturan *short selling* yang saat itu berlaku dimana pada bulan Januari 2009 Bursa Efek mengeluarkan

⁵⁰Indonesia, *Undang-Undang Pasar Modal*, Pasal 5 huruf k.

peraturan yang mengatur mengenai persyaratan dan perdagangan efek dalam transaksi marjin dan transaksi *short selling*.

Langkah-langkah yang diambil oleh otoritas pasar modal di Indonesia juga terjadi di Amerika Serikat. Di Amerika Serikat, *short selling* tidak termasuk transaksi yang dilarang. Namun pada pertengahan September 2008, Securities Exchange Commission (“SEC”) melarang adanya transaksi *short selling*. Selama tahun 2008, SEC telah mengeluarkan 10 *emergency order* terkait dengan *short selling*. *Emergency order* tersebut dikeluarkan dalam kondisi bursa sedang “*emergency*” dimana *Emergency* didefinisikan sebagai berikut⁵¹:

- a. *major market disturbance characterized by: (1) an actual (or a substantial threatened) sudden and fluctuations of securities price generally that threatens the fair and orderly market, or (2) a substantial actual (or substantial threatened) disruption of the safe or efficient operation of the national system of clearance and settlement; or*
- b. *a major disturbance that actually disrupts (or a substantial threat to disrupt) (1) the functioning of securities markets, investment companies, or any other significant portion or segment of the securities market or (2) the transmission or processing of securities transaction*

Emergency order tersebut berlaku untuk jangka waktu 10 hari, kecuali SEC memutuskan bahwa perpanjangan tersebut diperlukan untuk kepentingan umum dan melindungi kepentingan investor dalam rangka mewujudkan pasar yang teratur, wajar, dan transparan.

Kewenangan SEC untuk melarang transaksi *short selling* ini didasarkan pada ketentuan Pasal 12 Securities Exchange Act 1934 sebagai berikut:

“permit the SEC, in an emergency to summarily act, alter, supplement, suspend, or impose requirements or restrictions on any matter, or actions, subject to regulation by the commission or SRO.”

⁵¹ www.ssm.com, 26 November 2009.

Tindakan tersebut dapat diambil oleh SEC bilamana SEC menganggap langkah tersebut penting untuk kepentingan umum dan melindungi kepentingan investor dalam rangka untuk:

- a. mempertahankan pasar yang teratur dan wajar;
- b. memastikan bahwa transaksi diselesaikan dengan tepat dan akurat.

Namun demikian, pada prakteknya tindakan pelarangan atas transaksi *short selling* tidak terlepas dari kontroversi – apakah tindakan pelarangan tersebut dapat dibenarkan dan apakah tindakan pelarangan tersebut ditujukan untuk menyelamatkan pasar modal atau hanya semata-mata dilakukan untuk kepentingan politik.

Dalam suatu artikel yang ditulis oleh Luca Enriques yang berjudul *Regulators' Response To The Current Crisis and The Upcoming Regulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's view*, dikatakan bahwa tindakan pelarangan atas transaksi *short selling* menimbulkan dampak negatif, yaitu akan mengurangi likuiditas suatu pasar⁵². Tindakan pelarangan atas *short selling*, pada masa krisis ekonomi, yang dilakukan oleh SEC lebih mengarah ke suatu kebijakan politik.

Krisis ekonomi yang terjadi di beberapa Negara di tahun 2008 merupakan suatu ujian bagi semua pihak, termasuk di dalamnya otoritas pasar modal. Krisis tersebut juga menunjukkan lemahnya sistem pengawasan yang dilakukan oleh otoritas. Pada saat krisis terjadi, otoritas pasar modal dituntut untuk mengambil tindakan-tindakan penting untuk mencegah meluasnya krisis pasar modal. Tindakan penting yang diambil oleh otoritas, antara lain dalam bentuk pelarangan *short selling* untuk sementara waktu dan penyempurnaan peraturan-peraturan pasar modal, menunjukkan suatu kebijakan politik.

Suatu penelitian lain di Amerika Serikat yang dilakukan oleh Naveen Khanna dan Richmond D Mathews dalam artikelnya *Bear Raids*

⁵² Luca Enriques, "*Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Regulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's view*", www.ssrn.com, 26 November 2009, hal. 1148.

and Short Selling Bans: Is Government Intervention Justifiable memberikan suatu gambaran dan kondisi sampai sejauh mana Pemerintah dapat melakukan intervensi dalam transaksi *short selling*⁵³. Menurut penelitian tersebut, intervensi Pemerintah dapat dibenarkan apabila memenuhi sedikitnya 2 persyaratan sebagai berikut:

- a. harus ada suatu hubungan kausal antara harga dengan nilai fundamental suatu perusahaan, apakah perubahan harga yang sangat cepat tersebut diharapkan akan membuat terjadinya perubahan yang bersifat tetap pada nilai fundamental suatu perusahaan sehingga mempengaruhi keputusan pengambil keputusan dalam perusahaan tersebut. Apabila pengambil keputusan terpengaruh dari adanya perubahan harga tersebut, yang dapat dibuktikan dari adanya keputusan untuk menurunkan produksi atau memutuskan untuk tidak memperpanjang suatu kredit, maka pendapat yang mengatakan bahwa fluktuasi harga disebabkan oleh *short selling* menjadi tidak relevan. Jika penurunan harga tersebut mempengaruhi kondisi fundamental perusahaan, sehingga penurunan harga tersebut bersifat tetap, maka intervensi dari Pemerintah tidak diperlukan, sebaliknya pada saat penurunan harga tersebut tidak mempengaruhi kondisi fundamental dari suatu perusahaan, intervensi dari Pemerintah diperlukan.
- b. apakah investor jangka panjang mampu melawan aksi spekulasi yang dilakukan oleh pelaku *short selling*. Jika investor jangka panjang melihat bahwa spekulan sedang mencoba untuk mempengaruhi nilai perusahaan dengan melakukan manipulasi harga rendah, maka investor jangka panjang dapat melawannya dengan membeli saham-saham tersebut dengan harga tinggi. Hal ini dilakukan untuk menjaga agar harga saham suatu perusahaan tetap tinggi dan juga untuk melakukan stabilisasi terhadap pasar. Namun, pertanyaan yang muncul berikutnya adalah dalam kondisi bagaimana investor jangka panjang tidak dapat atau tidak ingin

⁵³Naveen Khanna dan Richmond D Mathews, "Bear Raids and Short Selling Bans: Is Government Intervention Justifiable", www.ssrn.com, 26 November 2009.

melakukan peran stabilisasi. Terhadap pertanyaan ini, terdapat 3 jawaban:

- i. investor jangka panjang pada umumnya akan bersedia untuk mengurangi atau mencegah manipulasi pasar ketika mereka mengidentifikasi bahwa *short seller* akan dapat mempengaruhi nilai fundamental perusahaan.
- ii. jika jumlah kepemilikan saham investor jangka panjang sedikit, maka mereka pada umumnya tidak dapat melawan aksi spekulasi dari *short seller*.
- iii. peranan dari pengambil keputusan. Jika pengambil keputusan dari suatu perusahaan termasuk dalam kategori orang yang tidak dapat mengambil resiko, maka mereka bergantung pada tingkat kepastian yang tinggi dari investor. Hal ini akan mendorong investor jangka panjang untuk membeli sejumlah besar saham untuk memberikan sinyal yang kuat bahwa fundamental perusahaan masih baik dan tindakan korporasi yang akan dilakukan oleh suatu perusahaan akan membawa dampak positif bagi perusahaan. Jika investor jangka panjang dapat mencegah manipulasi pasar yang diakibatkan dari *short selling* ini, maka intervensi dari Pemerintah tidak diperlukan.

Penelitian ini menunjukkan bahwa Pemerintah dapat melakukan intervensi bilamana: (a) jumlah investor jangka panjang di suatu perusahaan sedikit, (b) banyaknya pelaku *short seller*, (c) pengambil keputusan dalam suatu perusahaan termasuk dalam kriteria pihak yang tidak berani mengambil resiko, dan (d) pasar untuk perdagangan saham perusahaan tersebut tidak likuid. Apakah dari kondisi-kondisi tersebut memberikan justifikasi bagi Pemerintah untuk melakukan intervensi terhadap transaksi *short selling*, hal tersebut tergantung pada besarnya kerugian yang dialami dibandingkan dengan biaya yang dikeluarkan untuk membatasi transaksi *short selling*.

Kesimpulan dari penelitian ini adalah bahwa pembatasan *short selling* dapat dibenarkan apabila terdapat ketidakcocokan (*mismatch*) antara posisi investor jangka panjang dengan spekulator yang melakukan aksi *short selling*. Jika Pemerintah memutuskan untuk membatasi *short selling*, maka pembatasan tersebut hanya ditujukan untuk perusahaan-perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya sedikit.

Regulator di Amerika Serikat memiliki pandangan yang berubah-ubah terhadap transaksi *short selling*. Pada awalnya *short selling* bukan merupakan suatu transaksi yang dilarang, namun ketika krisis terjadi, *short selling* merupakan suatu tindakan yang dilarang untuk sementara waktu. Setelah kondisi pasar modal menjadi berangsur-angsur pulih, larangan *short selling* diadakan dan sebagai gantinya, SEC mengubah beberapa peraturan terkait dengan *short selling*.

Pada masa krisis, selain melarang *short selling*, SEC juga menetapkan *interim rule* terkait dengan *short selling* dan melakukan pemeriksaan terhadap pihak-pihak yang diduga melakukan *naked short selling*. Dalam mengantisipasi akibat negatif dari *short selling*, SEC melakukan serangkaian tindakan penyelamatan dalam bentuk antara lain:

- a. Mewajibkan adanya keterbukaan informasi untuk transaksi *short selling*. Adapun tujuan dari adanya keterbukaan informasi ini adalah agar pihak otoritas di bursa dapat mendeteksi apakah dalam transaksi *short selling* tersebut terdapat unsur manipulasi pasar dan untuk melihat apakah terdapat permasalahan penyelesaian jika banyak investor melakukan transaksi *short selling* untuk suatu efek yang sama.
- b. Membatasi transaksi *short selling*. Di Amerika Serikat transaksi *short selling* dilarang bilamana investor tidak mengadakan perjanjian pinjam-meminjam (*naked short selling*); dan
- c. Meningkatkan *risk management system*.
- d. Menghapuskan batasan-batasan bagi emiten dalam melakukan *buy back* atas saham mereka. Tindakan ini diharapkan akan memberikan fleksibilitas bagi emiten untuk melakukan *buy back*

atas saham mereka dan juga untuk membantu meningkatkan likuiditas dalam kondisi pasar yang tidak normal dan volatilitas pasar yang luar biasa⁵⁴.

Berdasarkan penelitian tersebut dan dikaitkan dengan kondisi di Indonesia, intervensi Bapepam dan LK, Bursa Efek, dan KPEI pada transaksi *short selling* pada masa krisis dapat dibenarkan karena:

- (a) Adanya penurunan harga saham akibat transaksi *short selling* tidak mempengaruhi fundamental emiten, namun hal tersebut mempengaruhi indeks harga saham gabungan yang merupakan indikator pasar modal di suatu Negara; dan
- (b) investor jangka panjang suatu perusahaan tidak mampu untuk melakukan stabilisasi pasar.

Untuk memperbaiki Indeks Harga Saham Gabungan dan dalam rangka memperbaiki kepercayaan investor akan pasar modal Indonesia, Bapepam dan LK mengeluarkan peraturan No. XI.B.3 tentang Pembelian Kembali Saham Emiten atau Perusahaan Publik Dalam Kondisi Pasar Yang Berpotensi Krisis ("**Peraturan XI.B.3**"). Dalam siaran pers yang dikeluarkan oleh Bapepam dan LK, dikeluarkannya peraturan tersebut adalah untuk mengurangi dampak negatif dari krisis ekonomi⁵⁵.

Peraturan XI.B.3 memberikan kemudahan bagi emiten untuk melakukan *buy back* tanpa harus memperoleh persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham. *Buy back* tersebut hanya dapat dilakukan pada saat indeks harga saham gabungan pada Bursa Efek di Indonesia mengalami penurunan yang signifikan dalam jangka waktu paling kurang 20 hari bursa akibat kondisi perekonomian yang tidak mendukung pergerakan harga pasar efek yang wajar dan dapat bersifat sistemik⁵⁶. Ketentuan ini memberikan dampak positif bagi emiten atau perusahaan publik untuk

⁵⁴“SEC Halts Short Selling of Financial Stocks To Protect Investors and Markets”, <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211>, 26 November 2009.

⁵⁵“Press Release Penerbitan Peraturan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan”, www.bapepam.go.id, 2 Desember 2009.

⁵⁶Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, Pembelian Kembali Saham Emiten atau Perusahaan Publik Dalam Kondisi Pasar Yang Berpotensi Krisis, Peraturan Bapepam No. XI.B.3 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-401/BL/2008 tanggal 9 Oktober 2008.

menunjukkan kepada investor bahwa secara fundamental kondisi emiten atau perusahaan publik tersebut masih baik. Dengan peraturan ini juga diharapkan akan kembali menstabilkan pasar modal dan meningkatkan likuiditas pasar modal.

Jika dilihat sikap yang diambil oleh otoritas pasar modal di Indonesia dan di Amerika Serikat, terdapat suatu kesamaan, dimana kedua otoritas tersebut menggunakan wewenang yang dimilikinya untuk melarang adanya transaksi *short selling* untuk melindungi kepentingan investor dan juga untuk menciptakan pasar yang teratur, wajar, dan efisien.

Dikaitkan dengan teori efisiensi pasar sebagaimana diuraikan pada Bab I, teori efisiensi pasar tersebut tidak dapat sepenuhnya diaplikasikan pada kasus *short selling*. Berdasarkan teori efisiensi pasar, Efisiensi suatu pasar modal ditentukan oleh seberapa besar pengaruh informasi yang relevan yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi.

Dilihat dari teori efisiensi pasar, transaksi *short selling* dapat mengakibatkan pasar tidak efisien karena:

- (i) Dalam transaksi di pasar modal, dokumen yang paling diperlukan oleh investor adalah informasi. Undang-Undang Pasar Modal mengenal 2 macam keterbukaan informasi, yaitu keterbukaan informasi tahunan, yang terdiri dari laporan keuangan dan laporan tahunan, dan keterbukaan informasi yang bersifat insidentil. Untuk keterbukaan informasi yang bersifat insidentil ini, keputusan untuk mengungkapkan atau tidak mengungkapkan informasi sepenuhnya diserahkan kepada emiten, apakah informasi material tersebut akan mempengaruhi keputusan investor. Jika informasi tersebut mempengaruhi keputusan investor, maka informasi material tersebut harus diungkapkan kepada publik dalam jangka waktu selambat-lambatnya 2 hari kerja setelah transaksi dilakukan. Sehingga dapat dikatakan bahwa investor hanya mendapatkan informasi mengenai emiten di waktu-waktu tertentu. Sementara, transaksi di pasar modal dilakukan secara cepat. Pada periode tidak adanya informasi yang dikeluarkan oleh emiten, pembentukan

harga tidak didasarkan pada ada atau tidaknya informasi, akan tetapi lebih didasarkan pada penilaiannya sendiri dan berdasarkan spekulasi. Tindakan pelaku *short selling* yang melakukan spekulasi dengan pengharapan harga akan turun dapat mengakibatkan pasar tidak efisien.

- (ii) Informasi yang diberikan oleh emiten akan dianalisa oleh investor. Dalam menganalisa informasi tersebut membuka kemungkinan adanya perbedaan pandangan dalam menganalisa informasi yang diberikan oleh emiten atau perusahaan publik. Perbedaan analisa tersebut selanjutnya akan tercermin dalam harga suatu efek di bursa. Hal lain yang juga mempengaruhi harga adalah sikap dari investor sendiri. Investor yang bersikap optimis memiliki kecenderungan harga akan meningkat terus, sebaliknya investor yang melakukan *short selling* menganggap peningkatan harga tersebut tidak sesuai dengan kondisi fundamental perusahaan, sehingga menurut pelaku *short selling* terjadi *overpriced* terhadap harga efek tersebut. Dalam menganalisa ada atau tidaknya *overpriced* terhadap harga suatu efek, pelaku *short selling* menggunakan dasar dari kondisi fundamental perusahaan dan hasil investigasinya sendiri⁵⁷.

Dengan demikian berdasarkan uraian di atas, walaupun informasi yang sama telah diberikan oleh emiten atau perusahaan publik, hal tersebut tidak berbanding lurus dengan harga suatu efek di bursa.

Efisiensi dari pasar akan terganggu bilamana pelaku *short selling* melakukan tindakan yang melanggar ketentuan Undang-Undang Pasar Modal dan/atau peraturan pelaksanaannya.

3. Pinjam-Meminjam Efek Sebagai Bentuk Perlindungan

Peristiwa hukum kedua terkait dengan *short selling* adalah hubungan pinjam-meminjam, dimana penjual berkedudukan sebagai Debitur, dan Perusahaan Efek berkedudukan sebagai kreditur. Efek yang

⁵⁷Jonathan M Karpoff dan Xiaoxia Lou, “*Short Seller and Financial Misconduct*”, research paper diakses dari www.ssm.com, 4 Desember 2009, hal. 17.

dipinjamkan oleh Perusahaan Efek kepada nasabahnya berasal dari sumber Perusahaan Efek itu sendiri atau, jika likuiditas efek di Perusahaan Efek tersebut tidak tersedia, Perusahaan Efek dapat meminjam dari Perusahaan Efek lain atau bank kustodian atau PT KPEI. Sehingga dalam hal ini terdapat kemungkinan terjadi 2 peristiwa hukum pinjam-meminjam, yaitu antara penjual dengan Perusahaan Efek dan Perusahaan Efek dengan Perusahaan efek lain atau bank kustodian atau PT KPEI.

Sebagaimana diuraikan di atas, fasilitas pinjam-meminjam efek merupakan fasilitas yang diberikan oleh PT KPEI, sebagai *last resort*, dalam transaksi *short selling*. Fasilitas pinjam-meminjam efek ini hanya diberikan apabila likuiditas akan suatu efek di pasar tidak tersedia.

Dalam kaitannya dengan *short selling*, pelaku *short selling* dapat menggunakan menggunakan fasilitas pinjam-meminjam dari Perusahaan Efeknya untuk menyerahkan saham pada saat tanggal penyerahan transaksi. Selanjutnya, dalam hal Perusahaan Efek tidak memiliki efek yang ditransaksikan secara *short*, Perusahaan Efek tersebut dapat menggunakan fasilitas pinjam-meminjam efek dari PT KPEI. Fasilitas pinjam-meminjam ini menimbulkan kompleksitas karena menimbulkan berbagai risiko.

Risiko pertama adalah pemegang saham yang sahamnya dipinjam tersebut tidak mengetahui bahwa saham, yang dititipkan dalam Perusahaan Efek tersebut, telah dipinjamkan kepada pihak lain. Permasalahan berikutnya yang timbul adalah adanya perbedaan kepentingan antara investor, pemilik saham, dengan pelaku *short selling*, dimana pelaku *short selling* mengharapkan adanya penurunan harga, sedangkan investor tersebut mungkin tidak mengharapkan adanya penurunan harga saham.⁵⁸

Risiko kedua adalah terkait dengan manfaat ekonomis dan hak suara yang melekat pada saham yang dipinjamkan. Pada mekanisme pinjam-meminjam saham, manfaat ekonomis dan hak suara yang melekat pada saham yang dipinjamkan beralih ke peminjam. Hal ini menimbulkan permasalahan karena pemilik saham yang sebenarnya tidak mengetahui

⁵⁸Seraina Gruenewald, Alexander F Wagner, Rolf H Weber, *op.cit.*, hal. 7.

bahwa saham yang dimilikinya telah diikat pada mekanisme pinjam-meminjam saham. Di lain pihak, pelaku *short selling* tidak memiliki kepentingan atas kondisi perusahaan tersebut, pelaku *short selling* tersebut tidak memiliki kepentingan untuk menghadiri Rapat Umum Pemegang Saham⁵⁹.

Berdasarkan ketentuan Pasal 1754 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, pinjam-meminjam adalah suatu perjanjian dengan mana pihak yang satu memberikan kepada pihak yang lain suatu jumlah tertentu barang-barang yang habis karena pemakaian, dengan syarat bahwa pihak lainnya akan mengembalikan sejumlah yang sama dari jenis dan mutu yang sama pula. Berdasarkan definisi ini, yang paling penting adalah benda yang dapat dipinjamkan haruslah berupa benda yang habis karena pemakaian. Efek merupakan benda yang habis karena pemakaian. Hal ini dapat dilihat dari Pasal 57 Undang-Undang Pasar Modal yang menyatakan bahwa dalam penitipan kolektif, efek dari jenis dan klasifikasi yang sama yang diterbitkan oleh emiten tertentu dianggap sepadan dan dapat dipertukarkan antara satu dengan yang lain⁶⁰. Dengan pengertian ini, efek dianggap memiliki sifat yang sama dengan uang, sehingga bisa diklasifikasikan ke dalam benda yang habis karena pemakaian.

Dengan pinjam-meminjam, maka pihak penerima pinjaman akan menjadi pemilik barang yang dipinjamkan dan karenanya jika barang tersebut musnah atau mengalami penurunan nilai, maka penerima pinjaman tersebut bertanggung jawab atas segala risiko barang yang dipinjamkan, termasuk risiko dari turunnya nilai barang. Dengan adanya peminjaman efek antara nasabah dengan Perusahaan Efek, maka nasabah akan menjadi pemilik efek sehingga nasabah tersebut dapat menyelesaikan transaksi *short selling*.

Ketentuan mengenai pinjam-meminjam efek ini secara khusus diatur dalam Peraturan PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia No. II-10 tanggal 14 November 2007 tentang Jasa Pinjam-Meminjam Efek Tanpa Warkat (“**Peraturan KPEI No. II-10**”). Berdasarkan Peraturan KPEI No.

⁵⁹ *Ibid*, hal. 8.

⁶⁰ Indonesia, *Undang-Undang Pasar Modal*, pasal 57.

II-10, pihak pemberi pinjaman dalam transaksi pinjam-meminjam efek PT KPEI adalah Anggota Kliring, yang dalam hal ini adalah Perusahaan Efek, Bank Kustodian, dan pihak lain; sedangkan pihak penerima pinjaman adalah anggota kliring. Pihak lain yang dimaksud di sini adalah investor.

Terkait dengan pinjam-meminjam dengan menggunakan sumber efek yang berasal dari efek pihak lain, Undang-Undang Pasar Modal mengatur tentang pedoman perilaku antara Perusahaan Efek dengan nasabahnya. Sehubungan dengan efek yang disimpan di Perusahaan Efek, berdasarkan ketentuan Pasal 37 Undang-Undang Pasar Modal, Perusahaan Efek yang menerima efek dari nasabahnya wajib: (a) menyimpan efek tersebut dalam rekening yang terpisah dari rekening Perusahaan Efek dan (b) menyelesaikan pembukuan secara terpisah untuk setiap nasabah dan menyediakan tempat penyimpanan yang aman atas harta nasabahnya. Efek nasabah yang dikelola oleh Perusahaan Efek merupakan titipan nasabah dan bukan merupakan harta kekayaan Perusahaan Efek. Dari ketentuan tersebut di atas, dapat dilihat bahwa dalam hubungan antara nasabah dengan Perusahaan Efeknya terdapat hubungan yang bersifat *fiduciary*, artinya Perusahaan Efek diberikan kepercayaan oleh nasabahnya untuk mengelola dan menyimpan efek yang disimpan oleh Perusahaan Efek dimaksud. Terkait dengan kepailitan Perusahaan Efek, Undang-Undang Pasar Modal telah memberikan suatu ketentuan yang jelas bahwa efek-efek nasabah bukan merupakan bagian dari harta kepailitan atau harta yang dilikuidasi. Sehingga Perusahaan Efek tersebut tidak berwenang untuk menggunakan efek nasabah yang disimpan dalam Perusahaan Efek tersebut.

Namun demikian, nasabah dapat mengadakan perjanjian penitipan efek dengan Perusahaan Efeknya agar efek tersebut dipinjamkan kepada PT KPEI. Berdasarkan specimen Perjanjian Penitipan Efek Untuk dipinjamkan antara nasabah dengan anggota kliring, nasabah atau investor menitipkan efeknya, termasuk hak-hak yang melekat pada efek tersebut, kepada anggota kliring untuk diserahkan ke rekening pinjam-meminjam PT KPEI. Berdasarkan perjanjian ini, maka anggota kliring, yang dalam

hal ini Perusahaan Efek, memiliki kewenangan untuk meminjamkan efek tersebut kepada PT KPEI. Perjanjian ini tidak menjadikan nasabah menjadi kehilangan hak-haknya selaku pemegang efek karena perjanjian ini tetap membuka kemungkinan bagi nasabah untuk, pada setiap waktu, menarik kembali efek tersebut dari rekening pinjam-meminjam dan nasabah tetap dapat menggunakan dan menerima hak-haknya, antara lain hak untuk menerima dividen dan melaksanakan hak sebagai pemegang saham lainnya, seperti menghadiri Rapat Umum Pemegang Saham, menerima *warrant* dan *rights*. Dalam hal nasabah menarik efeknya dari rekening pinjam-meminjam, maka pelaku *short selling* akan mengalami risiko berupa ketidakterediaan efek pada rekening pinjam-meminjam KPEI.

Pinjam-meminjam terjadi pada saat pihak pemberi pinjaman memberikan instruksi kepada PT KPEI untuk memindahkan efek yang ada di rekeningnya ke dalam rekening efek pinjam-meminjam di PT KPEI.

Berdasarkan konsep Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, penerima pinjaman dalam transaksi pinjam-meminjam akan menjadi pemilik dari barang yang dipinjam dan mendapatkan hak-hak atas barang yang dipinjam. Namun, pada Peraturan KPEI No. II-10, ketentuan ini disimpangi karena berdasarkan ketentuan Peraturan KPEI No. II-10, hak-hak yang melekat pada efek yang dipinjamkan tetap melekat pada pemberi pinjaman. Hal ini dapat dilihat dari adanya kewajiban bagi penerima pinjaman untuk mengembalikan hak yang melekat pada efek yang dipinjam yang timbul dari adanya *corporate actions*, antara lain untuk mengembalikan dividen, dividen tunai, bonus saham, dan bonus tunai.

Hubungan hukum yang terjadi antara nasabah dengan Perusahaan Efek pada dasarnya merupakan hubungan hukum yang bersifat perdata yang didasarkan pada hukum perjanjian yang diatur dalam buku ketiga Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (“**KUHPerdata**”). Hukum perjanjian bersifat terbuka, artinya para pihak diperkenankan untuk membuat perjanjian apapun sepanjang tidak bertentangan dengan ketertiban umum dan kesusilaan. Suatu perikatan berdasarkan

KUHPerduta memiliki asas kebebasan berkontrak. Namun demikian, pada transaksi pembiayaan efek yang dilakukan oleh Perusahaan Efek, sifat hubungan keperdataan antara nasabah dengan Perusahaan Efek tersebut dibatasi oleh Bapepam dan LK dimana Bapepam dan LK menentukan isi pokok-pokok perjanjian pembiayaan antara nasabah dengan Perusahaan Efek sebagai berikut:

- (i) tingginya tingkat risiko investasi nasabah karena perubahan harga efek yang dapat mengakibatkan antara lain jaminan pembiayaan nasabah berkurang, habis, atau minus. Risiko perubahan harga efek merupakan risiko besar yang dihadapi oleh nasabah karena perubahan harga suatu efek merupakan hal yang tidak dapat diperkirakan oleh investor. Proses pembentukan harga di pasar modal tergantung pada beberapa hal, antara lain mekanisme permintaan dan penawaran dan kondisi emiten. Jika harga efek di bursa meningkat, maka hal tersebut akan mengurangi nilai jaminan pembiayaan, sehingga nasabah harus meningkatkan nilai jaminan.
- (ii) kebijakan penilaian jaminan pembiayaan berupa efek, antara lain meliputi jenis efek yang dapat diterima sebagai jaminan pembiayaan, penetapan nilai pasar wajarnya, dan penetapan *haircut*. Pada perkembangan selanjutnya, kriteria efek yang dapat dijadikan jaminan ini selanjutnya diatur dalam peraturan bursa.
- (iii) kewajiban nasabah untuk setiap saat memenuhi permintaan Perusahaan Efek sehubungan antara lain permintaan pemenuhan jaminan atas transaksi margin dan/atau transaksi *short selling*;
- (iv) kewajiban Perusahaan Efek untuk melakukan pemberitahuan permintaan pemenuhan jaminan kepada nasabah;
- (v) hak Perusahaan Efek, dalam hal nasabah tidak memenuhi permintaan pemenuhan jaminan, untuk setiap saat tanpa memberikan alasan atau pemberitahuan atau memperoleh persetujuan terlebih dahulu untuk menjual atau membeli efek atau tindakan lain yang disepakati dengan nasabah guna memenuhi persyaratan nilai jaminan pembiayaan yang ditentukan dalam

- perjanjian pembiayaan dan kewajiban nasabah dalam penyelesaian transaksi efek;
- (vi) nasabah Perusahaan Efek tidak dapat memilih efek yang akan dilikuidasi atau dijual untuk memenuhi kewajibannya;
 - (vii) batasan maksimal efek nasabah yang menjadi jaminan pembiayaan yang dapat dijual atau dibeli oleh Perusahaan Efek dalam rangka permintaan pemenuhan jaminan, penyelesaian transaksi margin, dan/atau transaksi *short selling*;
 - (viii) hal-hal yang menyebabkan perusahaan efek dapat setiap saat menutup rekening efek pembiayaan transaksi margin atau rekening efek pembiayaan transaksi *short selling*;
 - (ix) ketentuan pembiayaan yang antara lain meliputi jangka waktu pembiayaan, perhitungan tingkat bunga pembiayaan, dan metode perhitungan bunga pembiayaan; dan
 - (x) ketentuan mengenai perjanjian pinjam-meminjam efek antara nasabah dengan perusahaan efek dalam rangka transaksi *short selling* nasabah.

Walaupun pada pokoknya, Bapepam dan LK hanya menentukan pokok-pokok ketentuan yang seharusnya ada dalam perjanjian pembiayaan transaksi efek, ketentuan lebih lanjut yang menguraikan masing-masing pokok ketentuan tersebut di atas diserahkan kepada para pihak, yaitu nasabah dan Perusahaan Efek dengan memperhatikan kondisi, baik kondisi nasabah maupun kondisi Perusahaan Efek.

Dalam hal likuiditas efek di Perusahaan Efek nasabah tidak tersedia, maka, untuk kepentingan nasabahnya, Perusahaan Efek dapat meminjam dari Perusahaan Efek lain atau Bank Kustodian atau dengan menggunakan fasilitas pinjam-meminjam dari PT KPEI. Jika terjadi kondisi ini, maka akan timbul hubungan pinjam-meminjam antara Perusahaan Efek Penjual dengan PT KPEI. Fasilitas pinjam-meminjam dari PT KPEI ini bertujuan untuk menyediakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa yang teratur, wajar, dan efisien.

Sifat hubungan keperdataan yang timbul antara Perusahaan Efek dengan PT KPEI dibatasi oleh Bapepam dan LK dimana Bapepam dan LK menentukan pokok-pokok perjanjian pinjam-meminjam yang harus mendapat persetujuan dari Bapepam dan LK. Sesuai dengan Peraturan V.D.6, kontrak standar pinjam-meminjam efek wajib memuat rincian ketentuan sebagai berikut:

- a. jumlah dan jenis efek.
- b. waktu berlakunya pinjam-meminjam. Berdasarkan peraturan KPEI, KPEI telah menetapkan jangka waktu pinjam-meminjam, yaitu 1 hari kerja dan maksimal 90 hari kerja.
- c. jaminan. Jaminan untuk pinjam-meminjam terdiri dari efek dan uang. Aset yang layak diagunkan kepada KPEI terdiri atas agunan berupa uang di dalam rekening jaminan serta efek yang telah ditetapkan oleh KPEI sebagai *eligible securities*. *Offline collateral* yang terdiri dari L/C, deposito, saham bursa efek dapat juga dijadikan agunan transaksi pinjam-meminjam KPEI;
- d. hak-hak sehubungan dengan pemilikan efek, termasuk hak suara, hak memesan efek terlebih dahulu, bonus, dividen, dan bunga. Berdasarkan Peraturan KPEI, pemberi pinjaman (*lender*) berhak untuk menerima semua hak atas efek pinjaman, termasuk dividen, bunga, saham baru dan saham bonus dari peminjam (*borrower*), kecuali hak suara. Peminjam diwajibkan untuk menyerahkan pembayaran pengganti kepada pemberi pinjaman melalui KPEI. Pada saat tanggal pembayaran, peminjam diwajibkan untuk menyerahkan dividen uang, dividen saham, dan bonus saham kepada pemberi pinjaman, melalui KPEI. Ketentuan ini tidak sesuai dengan asas pinjam-meminjam dalam KUHPer karena jika dilihat ketentuan KUHPer, dengan pinjam-meminjam, maka penerima pinjaman memiliki hak penuh atas benda yang dipinjam, termasuk hak-hak yang melekat pada benda tersebut, dengan demikian jika dalam konteksnya yang dipinjamkan itu adalah berupa efek, maka penerima pinjaman berhak sepenuhnya atas efek

pinjaman tersebut, termasuk dividen, bunga, saham baru dan saham bonus.

- e. kewajiban perpajakan;
- f. biaya-biaya dalam rangka pinjam-meminjam;
- g. wanprestasi;
- h. metode penilaian efek yang dipinjamkan dan jaminan; dan
- i. mekanisme penyelesaian perselisihan.

Bapepam dan LK serta PT KPEI telah membuat peraturan-peraturan untuk mengurangi dan mencegah risiko atas fasilitas pinjam-meminjam ini. Berikut ini akan diuraikan perlindungan hukum yang diberikan kepada otoritas pasar modal untuk mengurangi risiko pinjam-meminjam:

- a. perlindungan hukum untuk mengurangi risiko likuiditas efek di perusahaan efek. Untuk mencegah terjadinya risiko likuiditas efek di perusahaan efek, dalam rangka memenuhi kewajiban nasabah perusahaan efek, sebelum melakukan transaksi *short selling*, perusahaan efek tersebut harus memiliki perjanjian pinjam-meminjam saham, baik dengan perusahaan efek lainnya, maupun dengan Bank Kustodian, atau PT KPEI. Dengan adanya perjanjian ini, apabila likuiditas efek yang dimiliki perusahaan efek tidak mencukupi untuk menutup transaksi *short selling* yang dilakukan oleh nasabahnya, perusahaan efek tersebut dapat meminjam dari bank kustodian atau perusahaan efek lain atau PT KPEI.
- b. perlindungan hukum untuk investor pemilik saham yang sahamnya dipinjamkan. Sehubungan dengan pemberian pinjaman dimana efek yang dijadikan obyek pinjam-meminjam ini adalah efek yang dimiliki oleh investor lain, berdasarkan Peraturan PT KPEI, PT KPEI mensyaratkan pihak peminjam untuk mengembalikan dividen, bonus saham, dividen saham yang telah diperolehnya melalui PT KPEI. Mekanisme ini akan memberikan perlindungan bagi investor lain dimana dengan memberikan pinjaman, investor tersebut tidak akan kehilangan hak-haknya selaku pemegang

saham. Selain dari jaminan bahwa investor tidak akan kehilangan haknya, persyaratan efek yang dapat ditransaksikan dalam transaksi *short selling* juga telah memberikan kemudahan bagi penjual untuk membeli saham lagi untuk selanjutnya akan dikembalikan kepada investor lain.

- c. adanya jaminan yang wajib diberikan oleh nasabah investor jual maupun Perusahaan Efek dan kewajiban bagi nasabah untuk memelihara nilai jaminan pembiayaan dan kewajiban bagi nasabah untuk memenuhi permintaan pemenuhan jaminan bilamana nilai jaminan pembiayaan mengalami penurunan.
- d. hak bagi perusahaan efek untuk membeli efek yang dijual melalui transaksi *short selling* apabila nasabah tidak memenuhi permintaan pemenuhan jaminan.

