

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### 1. Latar Belakang

Perkembangan di bidang ekonomi yang terjadi pada akhir-akhir ini telah mengakibatkan terjadinya perubahan pada perilaku investasi masyarakat, dimana pada masyarakat tradisional, investasi identik dengan menyimpan uang secara tradisional dan saat ini pada masyarakat modern, investasi tidak hanya dilakukan pada sektor perbankan saja, melalui deposito dan tabungan, namun juga investasi dapat dilakukan di pasar modal, melalui instrumen saham, obligasi, maupun efek turunan lainnya. Bagi pelaku usaha, pasar modal, merupakan media penyedia dana jangka menengah dan panjang. Bagi pemilik dana (investor), investor memiliki pilihan dalam melakukan investasi, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Bagi perekonomian suatu negara, pasar modal dapat menjadi indikator utama (*leading indicator*) bagi tren ekonomi negara.

Dari uraian di atas, dapat disimpulkan bahwa manfaat keberadaan pasar modal adalah sebagai berikut<sup>1</sup>:

- a. memperbaiki struktur permodalan perusahaan. Melalui pasar modal, suatu perusahaan dapat meningkatkan permodalannya dengan mengeluarkan saham atau melakukan *right issue*. Dengan demikian hal tersebut akan memperkecil perbandingan antara modal sendiri dan hutang yang tidak seimbang.
- b. meningkatkan efisiensi alokasi sumber-sumber dana. Dengan adanya berbagai instrumen pasar modal, maka perusahaan akan memperoleh alternatif yang lebih luas untuk mendapatkan dana dengan biaya yang paling rendah.

---

<sup>1</sup>Jusuf Anwar, *Pasar Modal Sebagai Sarana Pembiayaan Dan Investasi*, cet. 1, (Bandung: P.T Alumni, 2005), hal. 122.

- c. menunjang terciptanya perekonomian yang sehat. Undang-Undang Pasar Modal mewajibkan perusahaan publik untuk melakukan keterbukaan informasi, baik secara berkala maupun insidental serta mensyaratkan suatu perusahaan publik untuk melakukan *good corporate governance*. Prinsip *good corporate governance* ini akan melindungi kepentingan pemegang saham dan *stakeholders*.
- d. meningkatkan penerimaan negara. Melalui pasar modal, penerimaan negara melalui pemungutan pajak dapat lebih ditingkatkan.
- e. mengurangi hutang luar negeri pemerintah maupun swasta.
- f. meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pembangunan. Melalui pasar modal, masyarakat dimungkinkan untuk dapat memiliki saham-saham perusahaan *go public*.
- g. pasar modal sebagai alternatif pembiayaan pemerintah. Pada tahun 2008 dan awal tahun 2009, Pemerintah mengeluarkan instrumen sukuk negara melalui pasar modal. Sukuk negara merupakan salah satu sumber pembiayaan bagi pemerintah melalui pasar modal.

Investasi di pasar modal memiliki likuiditas yang tinggi karena setiap orang dapat dengan mudah menjual atau membeli efek secara cepat, sehingga jika investor tersebut memerlukan dana, ia dapat dengan mudah menjual efek tersebut melalui pasar modal dan transaksi tersebut dijamin untuk diselesaikan dalam jangka waktu 3 hari kerja setelah transaksi dilakukan.

Pasar modal juga merupakan sarana untuk memperoleh *capital gain*, yaitu keuntungan yang diperoleh dari selisih harga jual dan beli di pasar modal<sup>2</sup>.

Namun demikian, investor yang menanamkan modalnya pada saham tidak terlepas dari berbagai risiko, antara lain:

- (a) risiko dari adanya kemungkinan mengalami kerugian modal (*capital loss*) dan risiko fluktuasi harga saham<sup>3</sup>. Fluktuasi harga saham dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain:

---

<sup>2</sup>Tjiptono Darmadji dan Hedy M. Fakhruddin, *Pasar Modal Di Indonesia – Pendekatan Tanya Jawab*, cet. 3, (Jakarta: Salemba Empat, 2008), hal. 12.

- (i) kinerja dari perusahaan yang bersangkutan. Apabila kinerja perusahaan mengalami peningkatan, maka hal tersebut akan direspon secara positif oleh investor dengan membeli saham perusahaan yang bersangkutan, sehingga terjadi kenaikan harga saham, demikian pula sebaliknya.
  - (ii) kondisi makro ekonomi. Kondisi makro ekonomi yang secara tidak langsung mempengaruhi harga saham di antaranya adalah tingkat inflasi dan tingkat suku bunga. Inflasi yang dapat mempengaruhi kondisi pasar modal adalah inflasi yang berasal dari sektor moneter, khususnya yang berkaitan dengan tingkat suku bunga di pasar. Jika tingkat inflasi meningkat, maka tingkat suku bunga juga akan meningkat dan berakibat bank-bank akan meningkatkan suku bunganya untuk menarik minat masyarakat agar menempatkan dananya di bank. Apabila kondisi ini terjadi, maka investor akan lebih tertarik untuk menempatkan dananya di sektor perbankan daripada sektor pasar modal.
  - (iii) kekuatan pasar dimana apabila permintaan atas suatu saham meningkat, maka harga saham pun akan mengalami kenaikan, demikian pula jika permintaan menurun, maka harga akan mengalami penurunan.
  - (iv) kondisi sosial dan politik Indonesia. Kestabilan sosial dan politik di suatu negara mempengaruhi investor untuk melakukan investasi di negara tersebut. Keadaan politik yang tidak stabil dapat berdampak pada kinerja perusahaan yang pada akhirnya dapat menurunkan kinerja perusahaan.
- (b) risiko tidak mendapat dividen. Dalam suatu perusahaan, dividen tergantung pada kondisi operasional perusahaan. Berdasarkan ketentuan Pasal 71 ayat (3) Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas ("UU No. 40/2007"), dividen hanya

---

<sup>3</sup>*Ibid*, hal. 115.

dapat dibagikan apabila suatu perseroan mempunyai saldo laba yang positif<sup>4</sup>. Saldo laba positif adalah laba bersih perseroan dalam tahun buku berjalan yang telah menutup akumulasi kerugian perseroan dari tahun buku sebelumnya<sup>5</sup>. Dalam hal laba bersih perseroan dalam tahun buku berjalan belum seluruhnya menutup akumulasi kerugian perseroan dari tahun buku sebelumnya, maka perseroan belum dapat membagikan dividen. Ketentuan ini semakin membatasi suatu perusahaan untuk membagikan dividen.

- (c) Risiko penurunan kepemilikan atau dilusi. Risiko penurunan kepemilikan ini dapat terjadi pada saat *right issue* dimana pemegang saham yang bersangkutan tidak melaksanakan haknya untuk mengambil saham baru yang dikeluarkan oleh perusahaan terbuka.
- (d) Risiko dilikuidasinya perusahaan terbuka. Dalam hal perusahaan dilikuidasi, maka pemegang saham akan mendapatkan pengembalian investasinya setelah sisa hasil likuidasi tersebut dibagikan kepada kreditor.
- (e) Risiko tidak dijaminnya efek yang ditawarkan oleh emiten. Bapepam dan LK tidak memberikan jaminan terhadap efek yang ditawarkan oleh emiten. Dalam hal ini, investor bergantung pada informasi yang diberikan oleh emiten dan bergantung pada pendapat yang diberikan oleh penasehat investasi. Walaupun Bapepam dan LK memeriksa dan menelaah dokumen penawaran berupa Prospektus, seluruh isi dari Prospektus tersebut menjadi tanggung jawab emiten sepenuhnya, sehingga apabila terdapat risiko material dari efek yang ditawarkan yang belum diungkapkan oleh emiten, maka hal tersebut menjadi tanggung jawab dari emiten.
- (f) Risiko lemahnya pengawasan otoritas pasar modal. Transaksi di pasar modal dilakukan dengan mekanisme yang cepat, perpindahan

---

<sup>4</sup> Indonesia, *Undang-Undang Tentang Perseroan Terbatas*, Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007, LN No. 106 Tahun 2007, TLN No. 4756, Pasal 71 ayat (3).

<sup>5</sup>*Ibid*, penjelasan Pasal 70 ayat (2).

arus uang dan efek berputar dengan cepat. Dengan cepatnya transaksi di pasar modal dan didukung oleh fasilitas teknologi seringkali pelanggaran dan kejahatan di pasar modal sulit untuk dideteksi bilamana pengawasan otoritas pasar modal lemah. Selain pengawasan yang lemah, proses pembuktian ada atau tidaknya pelanggaran maupun kejahatan di pasar modal pun sulit dideteksi dan memerlukan waktu yang lama.

- (g) Risiko penggunaan teknologi dalam transaksi pasar modal. Transaksi di pasar modal dilakukan dengan sistem komputer dimana sistem tersebut harus terus-menerus dipelihara. Apabila sistem tersebut tidak dipelihara atau apabila terdapat kegagalan atau kelalaian untuk melakukan pemeliharaan tersebut, maka terdapat kemungkinan investor tidak dapat melakukan transaksi efeknya. Penggunaan teknologi yang sudah semakin modern juga akan membuka potensi timbulnya tindak kejahatan yang lebih canggih dan tidak mengenal batas negara<sup>6</sup>.
- (h) Risiko regulasi. Undang-Undang Pasar Modal memberikan wewenang kepada Bapepam dan LK untuk membuat peraturan-peraturan yang khusus untuk mengatur kegiatan di bidang pasar modal. Peraturan-peraturan yang dibuat oleh Bapepam dan LK tidak memuat penjelasan atas apa yang dimuat dalam Peraturan tersebut. Selanjutnya Undang-Undang Pasar Modal memberikan kewenangan kepada Bapepam dan LK untuk memberikan penjelasan lebih lanjut yang bersifat teknis atas Undang-Undang Pasar Modal atau peraturan pelaksanaannya. Ketiadaan penjelasan tertulis atas Peraturan Bapepam dan LK seringkali memberikan ketidakjelasan bagi investor dan emiten.

Pasar modal adalah industri yang sangat dinamis, atraktif, selalu berubah dan mempunyai interdependensi yang sedemikian tinggi dengan sektor jasa keuangan lainnya, baik di tingkat domestik, regional maupun

---

<sup>6</sup> M Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, cet. 5, (Jakarta: Prenada Media Grup, 2008), hal. 23.

global<sup>7</sup>. Kondisi tersebut membawa konsekuensi, baik bagi pelaku pasar modal maupun regulator pasar modal. Dengan kondisi yang dinamis dan atraktif, pelaku pasar modal harus mampu beradaptasi dengan perubahan yang cepat terjadi. Di sisi regulator, regulator pun harus mempersiapkan diri untuk menghadapi dinamika perubahan yang cepat di dunia pasar modal, dimana regulator harus dapat memfasilitasi sekaligus mendorong daya kreatif dan inovatif dari para pelaku pasar modal.

Ditinjau dari sudut produk pasar modal, produk pasar modal telah mengalami perkembangan yang cukup pesat sesuai dengan kebutuhan dan kemampuan infrastruktur pasar. Pada awalnya, hanya dikenal produk pasar modal berupa saham dan obligasi. Selanjutnya, dengan semakin majunya transaksi di pasar modal, berkembanglah produk-produk derivatif, yaitu kontrak keuangan yang penilaiannya berdasarkan nilai aset induk (*underlying asset*). Produk derivatif tersebut dapat digolongkan ke dalam jenis *option*, *futures*, *forwards*, *swap* dan *repurchase agreement* (REPO). Keempat jenis produk derivatif tersebut dapat bervariasi tergantung dari aset induknya yang berupa efek, tingkat suku bunga, mata uang dan kurs mata uang. Produk derivatif mulai berkembang sejak diperkenalkannya instrumen baru berupa LQ-45 Index Futures atau Kontrak Berjangka Indeks atas Efek oleh Bursa Efek Surabaya pada tanggal 13 Agustus 2001. Pada tahun 2004, Bursa Efek Jakarta juga telah mengembangkan produk derivatif, yaitu tepatnya pada tanggal 6 Oktober 2004, Bursa Efek Jakarta memulai perdagangan Kontrak Opsi Saham (KOS). Berkembangnya pasar derivatif diharapkan dapat memperkuat pasar modal Indonesia dan memperluas alternatif investasi bagi investor.

Perkembangan produk lain yang juga signifikan adalah produk pasar modal dengan menggunakan prinsip-prinsip syariah. Secara formal, peluncuran pasar modal dengan prinsip syariah Islam dilakukan pada bulan Maret 2003 dimana pada masa itu ditandatangani Nota Kesepahaman antara Bapepam dan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. Namun demikian, pada faktanya instrumen pasar modal

---

<sup>7</sup> Sambutan Menteri Keuangan Jusuf Anwar pada Master Plan Pasar Modal Indonesia, Agustus 2005.

berbasis syariah telah diperkenalkan terlebih dahulu melalui penerbitan reksa dana syariah pada pertengahan tahun 1997. Produk pasar modal berbasis syariah yang telah berkembang adalah saham, obligasi, efek beragun aset, dan reksadana. Untuk mendukung perkembangan harga saham berbasis syariah, Bursa Efek Jakarta meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII) pada tanggal 3 Juli 2000 yang merupakan indeks harga saham yang berbasis syariah.

Produk lain yang berkembang di pasar modal global adalah Efek Beragun Aset (EBA) sebagai hasil sekuritisasi aset. Produk ini timbul karena adanya kebutuhan pendanaan bagi perusahaan namun terdapat keterbatasan untuk mendapatkan sumber pendanaan lain di luar perusahaan. Sekuritisasi aset merupakan suatu cara untuk merestrukturisasi keuangan dimana suatu entitas mengumpulkan arus kas masuk yang teridentifikasi di masa datang dan kemudian mengalihkan kumpulan arus kas tersebut kepada investor dengan atau tanpa jaminan. Sekuritisasi ini muncul pertama kali di Amerika Serikat dengan diperkenalkannya *Mortgage Backed Securities*. Dalam perkembangannya arus kas yang disekuritisasi semakin bervariasi, antara lain EBA berbasis tagihan, seperti kartu kredit maupun kredit mobil.

Perkembangan pasar modal Indonesia, khususnya penggalangan dana melalui pasar modal juga dipengaruhi oleh kondisi makro ekonomi. Bukti bahwa pengaruh kondisi makro ekonomi mempengaruhi pasar modal dapat dilihat dari data-data berikut:

- a. Berdasarkan data yang diperoleh dari Laporan Tahunan PT Bursa Efek Indonesia untuk periode 31 Desember 2008, per tanggal 31 Desember 2008, untuk pencatatan efek bersifat ekuitas, hanya ada 19 perusahaan tercatat baru yang memenuhi persyaratan pencatatan di bursa efek. Sedangkan untuk efek bersifat hutang dan sukuk korporasi, pada akhir 2008, emisi surat utang dan sukuk korporasi yang dicatatkan di bursa adalah sebanyak 26 emisi dari 21 perusahaan tercatat dengan nilai emisi mencapai Rp. 12,85 triliun. Dengan demikian, total surat utang dan sukuk korporasi yang

tercatat sampai dengan Desember 2008 adalah 144 emisi, dengan nilai emisi mencapai Rp. 73,01 triliun. Dibandingkan dengan angka di bulan Desember 2007, angka-angka tersebut mengalami penurunan dari angka di bulan Desember 2007. Hal ini terjadi karena adanya pengaruh krisis keuangan global yang memburuk pada triwulan terakhir 2008 sehingga mempengaruhi keputusan perusahaan untuk *go public* atau pun mengeluarkan efek bersifat hutang dan sukuk. Hal serupa juga terjadi pada penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) dan Sukuk Berharga Syariah Negara (SBSN). Pada SBN, selama tahun 2008, jumlah pencatatan SBN di bursa efek sebanyak 36 seri emisi senilai Rp. 90,48 triliun terdiri dari 11 seri emisi baru dan 25 seri emisi *re-opening*. Pada tanggal 26 Agustus 2008, Pemerintah Indonesia menerbitkan SBSN yang pertama, yang terdiri dari 2 seri dengan tingkat imbalan per tahun masing-masing seri tersebut sebesar 11,80% dan 11,95% dengan jangka waktu masing-masing 7 tahun dan 10 tahun.

- b. mempengaruhi volume perdagangan di bursa efek yang pada akhirnya mempengaruhi penurunan Indeks Harga Saham Gabungan. Indeks harga saham adalah satu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham<sup>8</sup>. Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar, artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada saat pasar sedang aktif atau lesu<sup>9</sup>. Dalam bidang pasar modal, indeks harga saham diharapkan memiliki 5 fungsi, antara lain: (a) sebagai indikator tren pasar, (b) sebagai indikator tingkat keuntungan, (c) sebagai tolok ukur kinerja suatu portfolio, (d) memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif, (e) memfasilitasi berkembangnya produk derivatif<sup>10</sup>. Pergerakan indeks harga saham gabungan secara signifikan dipengaruhi oleh pergerakan atau perubahan harga saham-saham dengan kapitalisasi

---

<sup>8</sup> Dharmadji, *Op.cit.*, hal. 167.

<sup>9</sup> Dharmadji, *Op.cit.*

<sup>10</sup> Dharmadji, *Op.cit.*



besar. Hal ini disebabkan karena bobot masing-masing saham yang berbeda<sup>11</sup>.

Pasar modal di Indonesia juga dipengaruhi oleh perilaku investor. Dilihat dari tujuan investasi, investor dapat dikelompokkan menjadi 4 kelompok, yaitu<sup>12</sup>:

- a. Kelompok yang bertujuan memperoleh dividen  
Kelompok ini pada umumnya memilih saham perusahaan-perusahaan yang stabil karena akan terdapat kepastian dalam hal pembagian dividen. Pada umumnya investor tipe ini adalah pihak-pihak yang mengharapkan penghasilan tetap.
- b. Kelompok tujuan berdagang  
Kelompok investor dengan tujuan berdagang ini memanfaatkan kesempatan pada saat harga naik atau turun. Tujuan mereka adalah untuk memperoleh keuntungan dari selisih harga jual dan harga beli.
- c. Kelompok yang berkepentingan dalam pemilikan perusahaan  
Bagi kelompok investor ini hal yang utama adalah keikutsertaan mereka sebagai pemilik perusahaan. Pada umumnya, investor tipe ini cenderung memilih saham perusahaan yang mempunyai reputasi yang telah teruji.
- d. Kelompok spekulator  
Kelompok ini lebih tertarik pada saham-saham perusahaan yang baru dan belum berkembang, tetapi diperkirakan akan berkembang.  
Investor dengan kelompok tujuan berdagang dan spekulator semata-mata melakukan investasi dengan tujuan untuk memperoleh *gain* dari nilai investasinya. Kelompok investor dengan tujuan ini pada umumnya tidak memiliki keinginan untuk turut serta mengelola perusahaan.

---

<sup>11</sup> Dharmadji, *Op.cit.*

<sup>12</sup> M Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op.cit.*, hal. 169.

Keberadaan investor dengan tujuan spekulasi ini dapat membuat bursa efek menjadi lebih likuid karena mereka secara aktif memperdagangkan suatu saham dibandingkan dengan *long term investor*.

Namun demikian, di lain pihak, kelompok investor ini pun dapat memberikan efek negatif pada bursa efek Indonesia, misalnya melakukan transaksi dengan menggunakan cara-cara yang bertentangan dengan Undang-Undang Pasar Modal, contohnya melakukan transaksi berdasarkan informasi orang dalam.

Keberadaan investor ini juga mendorong dilakukannya transaksi *short selling* karena investor ini memperkirakan terjadinya penurunan harga untuk memperoleh keuntungan dari selisih harga jual dan harga beli.

*Short selling* merupakan salah satu teknik dalam jual beli saham dimana pada saat transaksi, investor jual belum memiliki saham yang ditransaksikan. Tujuan dari investor dalam melakukan *short selling* ini antara lain untuk *arbitrage* dan *hedging*<sup>13</sup>.

Berdasarkan Fuller Theory of Short Selling, aktivitas *short selling* dimotivasi oleh dua hal, yaitu *fear* dan *greed*<sup>14</sup>. Motivasi *greed* menggambarkan bahwa investor melakukan *short selling* karena memperkirakan akan adanya penurunan harga suatu efek di kemudian hari. Motivasi ini dilatarbelakangi oleh sikap investor yang menganggap bahwa harga suatu saham terlalu tinggi (*overpriced*). Untuk memperoleh keuntungan, pelaku *short selling* harus melakukan analisa agar penurunan harga saham tersebut sesuai dengan perkiraannya.

Motivasi *fear* menggambarkan bahwa investor melakukan *short selling* karena memang terdapat penurunan harga efek suatu perusahaan yang disebabkan karena secara keuangan perusahaan tersebut mengalami penurunan.

Pelaku *short selling* yang mendasarkan pada *Greed-based demands* diasumsikan akan memperoleh keuntungan dari adanya penurunan harga

---

<sup>13</sup>Ian Ramsay, "Short Selling: Further Issue", <http://www.ssrn.com>, 11 Desember 2009, hal. 215.

<sup>14</sup>Harlan D Plat, "A Fuller Theory of Short Selling", <http://www.ssrn.com>, 26 November 2009, hal. 8.

sesuai dengan perkiraan pelaku *short selling* tersebut, sedangkan pelaku *short selling* yang didasarkan pada *fear-based demands* diasumsikan akan memperoleh keuntungan dari penurunan harga saham karena penurunan kinerja perusahaan tersebut.

Perbedaan motivasi para pelaku *short selling* tersebut selanjutnya mengakibatkan permintaan akan saham-saham yang ditransaksikan secara *short*.

Pada kondisi pasar modal yang normal, transaksi ini bermanfaat karena dapat meningkatkan likuiditas di bursa. Transaksi *short selling* ini merupakan penyeimbang transaksi *long* yang dilakukan oleh investor. Pada transaksi *long* yang dilakukan investor, seorang investor memperkirakan harga suatu saham akan terus meningkat. Jika investor yang melakukan transaksi *long* tersebut banyak, maka akan terjadi *overpriced* terhadap harga suatu saham<sup>15</sup>. Dengan transaksi *short selling*, kondisi *overpriced* tersebut dapat diimbangi karena ada investor yang memperkirakan terjadinya penurunan harga. Adanya transaksi *long* dan *short* ini akan menimbulkan keseimbangan pada pasar (*market equilibrium*).

Pada dasarnya transaksi *short selling* sama dengan transaksi jual beli pada umumnya, namun demikian pada transaksi *short selling* ini, pada saat transaksi dilakukan, penjual tidak memiliki saham yang ditransaksikan (T). Untuk memenuhi kewajiban penyerahan sesuai dengan Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, dalam jangka waktu antara tanggal transaksi sampai dengan tanggal penyerahan (T + 3), penjual mencari saham di bursa.

Permasalahan dapat timbul ketika banyak pelaku pasar melakukan *short selling* sehingga likuiditas efek di pasar tidak cukup. Hal ini akan mengakibatkan terjadinya gagal serah. Pada transaksi *short selling* ini, risiko adanya gagal serah lebih besar dibandingkan transaksi saham pada umumnya. Hal ini terjadi karena sejak awal, pelaku *short selling* tidak memiliki efek tersebut.

---

<sup>15</sup>John D Finnerty, "Short Selling, Death Spiral Convertibles, and the Profitability of Stock Manipulation", <http://www.ssrn.com>, 11 Desember 2009.

Risiko lainnya yang dapat dialami oleh pelaku *short selling* adalah kemungkinan adanya kenaikan harga, sehingga bila hal tersebut terjadi, maka akan mengakibatkan pelaku *short selling* tersebut mengalami kerugian.

Pada kondisi pasar modal global yang sedang mengalami penurunan, transaksi *short selling* dapat mempengaruhi indeks harga saham karena sesuai dengan hukum ekonomi semakin banyak persediaan saham yang akan dijual, sementara peningkatan bersifat tetap, hal tersebut akan mengakibatkan penurunan harga saham yang pada akhirnya akan menekan indeks harga saham gabungan. Indeks harga saham adalah satu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham<sup>16</sup>.

Di Amerika Serikat, pengaturan *short selling* diatur dalam Rule 10a-1, dimana diatur bahwa setiap transaksi *short selling* harus dilakukan dengan harga diatas harga perdagangan sebelumnya (*uptick rule*). Tujuan dari pembatasan ini adalah untuk mencegah para pihak yang melakukan transaksi *short selling* untuk memanfaatkan kesempatan ketika harga saham menurun<sup>17</sup>. Namun, pada tahun 1997 pembatasan tersebut dihilangkan. Dihapusnya ketentuan mengenai pembatasan harga, mengakibatkan para investor yang melakukan transaksi *short selling* mencari keuntungan dengan memanfaatkan selisih harga jual dengan harga beli untuk mengembalikan saham yang dipinjam.

Di Indonesia, ketentuan *short selling* sendiri diatur dalam Peraturan Bapepam-LK No. V.D.6 yang baru dikeluarkan pada tanggal 30 Juni 2008 yang lalu (“Peraturan V.D.6”) dan Peraturan Bursa Efek Nomor II-H tentang Persyaratan dan Perdagangan Efek Dalam Transaksi Marjin dan Transaksi Short Selling. Peraturan V.D.6 tersebut berisi batasan-batasan bagi para pihak untuk melakukan transaksi *short selling*, antara lain kewajiban bagi nasabah/investor untuk memberikan dana jaminan. Di lain pihak, perusahaan efek yang akan melakukan transaksi *short selling* juga diwajibkan untuk memiliki jumlah modal tertentu dan mewajibkan perusahaan efek untuk memberi tanda “*short*” pada saat

---

<sup>16</sup> Darmadji, *loc.cit.*

<sup>17</sup> <http://www.sec.gov/rules/concept/34-42037.htm>, 22 Maret 2009.

pelaksanaan order jual di sistem perdagangan Bursa Efek Indonesia, serta mewajibkan nasabah dan perusahaan efek yang melakukan *short selling* untuk membuka rekening terpisah.

*Short selling* sebagai salah satu teknik perdagangan saham tetap dibutuhkan untuk mendorong bursa menjadi atraktif sehingga likuiditas di pasar modal dapat meningkat. Namun, jika transaksi ini tidak dibatasi, maka yang akan terjadi adalah pasar modal yang liar.

Hal yang juga perlu diantisipasi pada transaksi *short selling* ini antara lain etika dari para pelaku *short selling*, termasuk juga di dalamnya investor dan perantara pedagang efek. Ada kalanya perilaku dari pelaku *short selling* mengarah ke tindakan kejahatan di pasar modal, berupa penipuan atau manipulasi pasar. Berdasarkan Pasal 90 huruf (c) Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal ("**Undang-Undang Pasar Modal**"), penipuan didefinisikan sebagai tindakan membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta yang material atau tidak mengungkapkan fakta material agar pernyataan yang dibuat tidak menyesatkan mengenai keadaan yang terjadi pada saat pernyataan dibuat dengan maksud untuk menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri atau pihak lain atau dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli atau menjual efek.

Berdasarkan Pasal 92 Undang-Undang Pasar Modal, manipulasi pasar adalah tindakan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan tujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga efek di Bursa Efek. Ketentuan ini melarang dilakukan serangkaian transaksi efek oleh satu pihak atau beberapa pihak yang bersekongkol sehingga menciptakan harga efek yang semu di bursa efek karena tidak didasarkan pada kekuatan permintaan jual atau beli efek. Beberapa pola manipulasi pasar adalah:

- a. menyebarluaskan informasi palsu mengenai emiten dengan tujuan untuk mempengaruhi harga efek perusahaan; atau
- b. menyebarluaskan informasi yang menyesatkan atau informasi yang tidak lengkap.

Penipuan pada *short selling* dapat terjadi bilamana pelaku *short selling* menyebarkan informasi yang tidak benar mengenai kondisi suatu efek untuk menurunkan harga suatu efek dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan, sedangkan manipulasi pasar dapat terjadi bilamana pelaku *short selling* menciptakan gambaran semu atas suatu efek.

Jika akibat negatif dari *short selling* tersebut terjadi, maka secara tidak langsung hal tersebut akan mempengaruhi kondisi pasar modal di Indonesia.

Jual beli saham melalui pasar modal bersifat unik karena disini transaksi antara penjual dan pembeli tidak dilakukan secara langsung, melainkan melalui perantara pedagang efek. Tidak adanya hubungan langsung antara pembeli dan penjual mengakibatkan masing-masing pihak tidak mengetahui kondisi dari pihak lainnya. Unsur kepercayaan bahwa pihak penjual memiliki saham yang akan diserahkan ataupun pihak pembeli memiliki sejumlah uang yang cukup untuk membayar harga pembelian, menjadi kunci dari transaksi ini.

Untuk melindungi kepentingan pihak-pihak yang melakukan transaksi, otoritas pasar modal dan Self Regulatory Organization (SRO), seperti Bursa Efek, PT KSEI, dan PT KPEI, mengeluarkan seperangkat aturan untuk melindungi kepentingan pihak-pihak yang melakukan transaksi. Sehingga, dapat dikatakan bahwa hubungan keperdataan antara investor jual dan investor beli dan investor jual dengan perantara pedagang efek jual maupun investor beli dengan perantara pedagang efek beli dibatasi oleh peraturan-peraturan yang dibuat oleh Bapepam dan LK, Bursa Efek, PT KSEI, dan PT KPEI.

## **2. Perumusan Masalah**

Sehubungan dengan hal-hal yang telah diuraikan pada latar belakang, maka pokok permasalahan yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut:

1. Bagaimanakah pengaturan *short selling* berdasarkan peraturan perundang-undangan di bidang Pasar Modal?
2. Bagaimanakah kewenangan Bapepam dan LK dan Self Regulatory Organization (SRO), sebagai otoritas di bidang pasar modal, untuk melindungi pihak-pihak yang melakukan transaksi *short selling* dan melindungi pasar?

### 3. Kerangka Teori dan Konsepsi

#### 3.1 Kerangka Teori

Dalam suatu penulisan, teori atau kerangka teoritis memiliki beberapa kegunaan sebagai berikut<sup>18</sup>:

- a. teori berguna untuk lebih mempertajam atau lebih mengkhhususkan fakta yang hendak diselidiki atau diuji kebenarannya;
- b. teori berguna di dalam mengembangkan sistem klasifikasi fakta, membina struktur konsep-konsep serta memperkembangkan definisi-definisi;
- c. teori biasanya merupakan suatu ikhtisar dari hal-hal yang telah diketahui serta diuji kebenarannya yang menyangkut obyek yang diteliti;
- d. teori memberikan kemungkinan pada prediksi fakta mendatang;
- e. teori memberikan petunjuk-petunjuk terhadap kekurangan-kekurangan pada pengetahuan penulis.

Berdasarkan uraian pada butir 1 di atas, untuk menjawab permasalahan tersebut diatas, akan digunakan teori efisiensi pasar.

Sebagaimana telah diuraikan pada bagian Pendahuluan, pasar modal memiliki peranan penting dalam kehidupan perekonomian di Indonesia. Sesuai dengan penjelasan Undang-Undang Pasar Modal, pasar modal bertujuan untuk menunjang pelaksanaan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan pemerataan, pertumbuhan, dan stabilitas

---

<sup>18</sup> Soerjono Soekanto, *Pengantar Penelitian Hukum*, cet. 3, (Jakarta: UI Press, 1986), hal. 121.

ekonomi nasional ke arah peningkatan kesejahteraan rakyat<sup>19</sup>. Untuk mendukung sistem perdagangan di pasar sekunder dalam rangka menciptakan perdagangan yang teratur, wajar, dan efisien, dalam Undang-Undang Pasar Modal diatur mengenai adanya sistem perdagangan.

Perdagangan efek secara teratur, wajar, dan efisien adalah suatu perdagangan yang diselenggarakan berdasarkan suatu aturan yang jelas dan dilaksanakan secara konsisten. Dengan demikian, harga yang terjadi mencerminkan mekanisme pasar berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran. Perdagangan efek yang efisien tercermin dalam penyelesaian transaksi yang cepat dan biaya yang relatif murah<sup>20</sup>.

Pada umumnya situasi pasar modal efisien menunjukkan hubungan antara harga pasar dan bentuk pasar<sup>21</sup>. Harga pasar adalah harga saham yang ditentukan dan dibentuk oleh mekanisme pasar modal. Harga suatu saham di bursa efek mengalami fluktuasi, naik dan turun dari satu waktu ke waktu yang lain. Hal ini terjadi karena adanya faktor permintaan dan penawaran. Apabila suatu saham mengalami kelebihan permintaan, maka harga saham tersebut akan naik, sebaliknya jika suatu saham mengalami kelebihan penawaran, maka harga saham akan turun. Nilai suatu saham sendiri dipengaruhi oleh kondisi fundamental dari perusahaan yang bersangkutan.

Efisiensi suatu pasar modal ditentukan oleh seberapa besar pengaruh informasi yang relevan yang dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan investasi<sup>22</sup>. Informasi yang tercermin dalam harga saham akan menentukan bentuk pasar efisien yang dapat dicapai. Secara umum dikenal 3 bentuk pasar modal yang efisien, yaitu<sup>23</sup>:

- a. pasar efisien bentuk lemah adalah suatu pasar modal dimana harga saham merefleksikan semua informasi harga historis. Harga saham

---

<sup>19</sup>Indonesia, *Undang-Undang Pasar Modal*, Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995, LN No. 64 Tahun 1995, TLN No. 3608, penjelasan Undang-Undang Pasar Modal.

<sup>20</sup>*Ibid*, penjelasan Pasal 7 ayat (1) Undang-Undang Pasar Modal.

<sup>21</sup>Frederic C Dunbar dan Dana Heller, *Fraud on the Market Meets Behavioral Finance*, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 31, hal. 463.

<sup>22</sup>*Ibid*.

<sup>23</sup>*Ibid*, hal. 464.



sekarang dipengaruhi oleh harga saham masa lalu dan informasi masa lalu dihubungkan kepada harga saham untuk membantu menentukan harga saham sekarang.

- b. pasar efisien bentuk setengah kuat. Pada bentuk ini harga saham pada suatu pasar modal menggambarkan semua informasi yang dipublikasi sampai ke masyarakat dimana informasi tersebut tujuannya adalah untuk meminimalkan ketidaktahuan mengenai operasi perusahaan, dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu efek yang telah dikeluarkan oleh suatu lembaga.
- c. pasar modal efisien bentuk kuat. Konsep pasar efisien bentuk kuat memiliki makna bahwa semua informasi direfleksikan dalam harga saham.

Dalam melakukan investasi, investor berpegang pada informasi yang diberikan oleh suatu emiten. Berdasarkan Pasal 86 Undang-Undang Pasar Modal, emiten wajib untuk: (i) menyampaikan laporan secara berkala kepada Bapepam dan LK dan (ii) menyampaikan laporan kepada Bapepam dan LK serta mengumumkan kepada masyarakat peristiwa material yang dapat mempengaruhi harga efek selambat-lambatnya pada akhir hari kerja ke-2 setelah terjadinya peristiwa tersebut. Dalam pasal tersebut tidak dijelaskan apa yang dimaksud dengan peristiwa material. Dalam hal ini, Bapepam dan LK menyerahkan kepada emiten dan meminta emiten menganalisa apakah peristiwa tersebut mempengaruhi harga efek atau akan mempengaruhi keputusan pemodal. Informasi-informasi tersebut selanjutnya akan digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan untuk melakukan investasi di pasar modal.

Hal lain yang juga mempengaruhi keputusan investor dalam melakukan investasi adalah indikator-indikator keuangan perusahaan, antara lain *price earning ratio*, *dividen per saham*, *book value*, *return on equity*, *return on asset*, dan indikator keuangan lainnya.

Teori tentang efisiensi pasar digunakan untuk menganalisa apakah *short selling* akan mewujudkan pasar yang efisien dan wajar dan untuk

menganalisa apakah perlu dibuat suatu pengaturan khusus yang melarang *short selling*.

### 3.2 Konsep

- a. Short Selling adalah transaksi penjualan efek dimana efek dimaksud tidak dimiliki oleh penjual pada saat transaksi dilaksanakan.
- b. Saham adalah benda bergerak yang merupakan bukti penyertaan seseorang atau suatu pihak dalam suatu perseroan terbatas. Ditinjau dari cara peralihannya, terdapat 2 jenis saham, yaitu saham atas unjuk dan saham atas nama. Saham atas unjuk adalah saham yang tidak mempunyai nama pemilik pada saham tersebut. Ketiadaan nama pemiliknya menjadikan saham jenis ini mudah dialihkan, sedangkan saham atas nama adalah saham yang ditulis dengan jelas siapa pemiliknya. Pengalihan saham atas nama ini dilakukan dengan prosedur tertentu, yaitu dengan dokumen pengalihan. Dengan adanya perdagangan efek tanpa warkat (*scriptless trading*), saham perusahaan publik sudah dalam bentuk *scriptless* yang diadministrasikan oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia.
- c. Perusahaan Efek berdasarkan ketentuan Pasal 1 Undang-Undang Pasar Modal adalah pihak yang menyelenggarakan kegiatan sebagai penjamin emisi efek, perantara pedagang efek, dan manajer investasi.
- d. Penjamin Emisi Efek adalah pihak yang membuat kontrak dengan Emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.
- e. Perantara Pedagang Efek adalah pihak yang melakukan kegiatan jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain.
- f. Emiten adalah pihak yang melakukan penawaran umum.
- g. Penawaran Umum adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat berdasarkan

tata cara yang diatur dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya.

- h. 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 efek.
- i. Kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harga lain yang berkaitan dengan efek serta jasa lain, termasuk menerima dividen, bunga, dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi efek, dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya. Pada umumnya pihak yang menyelenggarakan jasa sebagai kustodian adalah bank umum yang telah memperoleh izin dari Bapepam dan LK untuk menyelenggarakan jasa kustodian.
- j. Lembaga Kliring dan Penjaminan adalah pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjamin penyelesaian transaksi bursa. Berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal, Lembaga Kliring dan Penjaminan ini dijalankan oleh PT Kliring Penjaminan Efek Indonesia atau PT KPEI.
- k. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian adalah pihak yang menyelenggarakan kegiatan kustodian sentral bagi Bank Kustodian, Perusahaan Efek, dan pihak lain. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian dilakukan oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia atau PT KSEI.
- l. Perusahaan Publik adalah perseroan yang sahamnya telah dimiliki sekurang-kurangnya oleh 300 pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp. 3.000.000.000,00 atau suatu jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditetapkan dengan Peraturan Pemerintah.
- m. Jual beli adalah suatu perjanjian dengan mana pihak yang satu mengikat dirinya untuk menyerahkan hak milik atas suatu barang dan pihak yang lain untuk membayar harga yang telah dijanjikan.

- n. Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli Efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek di antara mereka. Saat ini di Indonesia hanya mengenal satu Bursa Efek, yaitu PT Bursa Efek Indonesia. PT Bursa Efek Indonesia merupakan hasil penggabungan antara PT Bursa Efek Jakarta dengan PT Bursa Efek Surabaya.
- o. Pinjam-Meminjam Efek adalah kegiatan pinjam-meminjam suatu efek antara pihak pemilik efek sebagai pemberi pinjaman dengan PT KPEI, sebagai penerima pinjaman atau antara PT KPEI, sebagai pemberi pinjaman dengan pihak yang membutuhkan efek, sebagai penerima pinjaman dengan menyerahkan agunan sebagai jaminan, dalam rangka mendukung aktifitas transaksi bursa.
- p. Pasar Reguler adalah pasar dimana perdagangan efek di bursa dilaksanakan berdasarkan proses tawar-menawar secara lelang yang berkesinambungan oleh anggota bursa efek melalui Jakarta Automated Trading System (JATS) dan penyelesaiannya dilakukan pada hari bursa ke-3 setelah terjadinya transaksi bursa (T + 3).
- q. Pasar reguler tunai (pasar tunai) adalah pasar dimana perdagangan efek di bursa dilaksanakan berdasarkan proses tawar-menawar secara lelang yang berkesinambungan oleh anggota bursa efek melalui JATS dan penyelesaiannya dilakukan pada hari bursa yang sama dengan terjadinya transaksi bursa.
- r. pasar negosiasi adalah pasar dimana perdagangan efek di bursa dilaksanakan berdasarkan tawar menawar langsung secara individual dan tidak secara lelang yang berkesinambungan dan penyelesaiannya dapat dilakukan berdasarkan kesepakatan anggota bursa efek.
- s. harga previous adalah harga penutupan pada hari bursa sebelumnya yang menjadi patokan pada pra-pembukaan, atau pada pembukaan perdagangan.

#### 4. Tujuan dan Manfaat Penulisan

Tujuan dari penulisan ini adalah sebagai berikut:

- a. untuk melakukan kajian terhadap mekanisme dan pengaturan *short selling* di Indonesia; dan
- b. untuk memberikan masukan kepada otoritas pasar modal dalam menghadapi transaksi *short selling* dalam kaitannya untuk menciptakan pasar modal yang teratur, wajar, dan efisien.

Manfaat penulisan ini adalah sebagai berikut:

- a. Memberikan gambaran mengenai perlindungan hukum yang disediakan oleh Bapepam dan LK bagi investor beli dan investor jual yang melakukan transaksi *short selling*; dan
- b. Memberikan gambaran mengenai sanksi yang diberikan oleh otoritas pasar modal bagi pelanggaran terhadap peraturan *short selling*.

#### 5. Metode Penelitian

Dari sudut tujuan penelitian hukum, penulisan ini merupakan penelitian hukum yuridis normatif yang mengacu pada norma-norma hukum yang terdapat dalam peraturan perundang-undangan, dalam hal ini adalah Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang dilakukan dengan cara meneliti bahan hukum primer dan/atau bahan hukum sekunder. Pada penelitian hukum yuridis normatif ini, metode penelitian yang dipergunakan adalah metode penelitian kepustakaan dengan jenis data sekunder. Alat pengumpulan data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah studi dokumen atau bahan pustaka. Bahan pustaka yang dipergunakan dalam penelitian ini bersumber dari:

- a. Bahan hukum primer, yaitu bahan-bahan hukum yang mengikat, seperti peraturan perundang-undangan yang terdiri dari Undang-Undang Pasar Modal, termasuk Peraturan Bapepam dan LK, peraturan yang dikeluarkan oleh Bursa Efek, dan peraturan yang dikeluarkan oleh PT KPEI, UU No. 40/2007, Peraturan Pemerintah, dan Keputusan Menteri.

- b. Bahan hukum sekunder, yaitu bahan hukum yang memberikan penjelasan mengenai bahan hukum primer, seperti buku, hasil penelitian, artikel, hasil karya tulis dari para ahli hukum.
- c. Bahan hukum tertier, yaitu bahan yang memberikan petunjuk maupun penjelasan terhadap bahan hukum primer dan bahan hukum sekunder, seperti kamus atau ensiklopedia.

## 6. Sistematika Penulisan

Bab I menguraikan latar belakang, yang antara lain berisi gambaran dan perkembangan transaksi di pasar modal, termasuk permasalahan-permasalahan yang muncul dari transaksi-transaksi di pasar modal, perumusan masalah yang akan diteliti, tujuan dan manfaat penulisan, kerangka teori dan konsepsi, dan metode penulisan.

Bab II menguraikan pengaturan jual beli saham di pasar modal berdasarkan Peraturan Pasar Modal dan transaksi *short selling* berdasarkan ketentuan pasar modal di Indonesia serta perbandingannya dengan Amerika Serikat.

Bab III menguraikan Perlindungan Hukum Bagi Pelaku Short Selling yang berisi analisa terhadap Peraturan No. V.D.6, Peraturan II-H, dan Peraturan KPEI dan menguraikan peranan Bapepam-LK dan SRO dalam transaksi *short selling*.

Bab IV menguraikan kesimpulan dan saran terhadap transaksi *short selling* dan perlindungan hukum bagi pelaku *short selling*.