

## BAB I

### PENDAHULUAN

#### A. Latar Belakang

Investasi adalah penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan untuk tujuan memperoleh keuntungan.<sup>1</sup> Investasi merupakan suatu istilah dengan beberapa pengertian yang berhubungan dengan keuangan dan ekonomi. Istilah tersebut berkaitan dengan akumulasi suatu bentuk aktiva dengan suatu harapan mendapatkan keuntungan pada masa depan. Investasi disebut juga sebagai penanaman modal. Menurut Kamaruddin Ahmad, Pengertian Investasi adalah menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas uang atau dana tersebut.<sup>2</sup>

Investasi melibatkan sejumlah dana yang ditanamkan dalam suatu aset jangka panjang pada suatu waktu tertentu yang diharapkan dapat menghasilkan tambahan dana bagi orang yang menanamkan modalnya atau yang biasa disebut investor. Tambahan dana ini merupakan kompensasi atau pengorbanan dari dana yang telah disimpan, tingkat inflasi yang diharapkan dan unsur ketidakpastian masa yang akan datang, dari semua ini diharapkan memiliki nilai lebih tinggi. Salah satu cara investor untuk berinvestasi adalah melalui pasar modal.

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjual belikan, seperti surat utang (obligasi), ekuiti (saham),

---

<sup>1</sup> <http://kbbi.web.id/investasi>, diakses pada 24 Februari 2016

<sup>2</sup> <http://www.pengertianpakar.com/2015/03/pengertian-dan-jenis-investasi-menurut-pakar.html>, diakses pada 24 Februari 2016

reksa dana, instrumen derivatif, maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain seperti pemerintah, dan sarana bagi kegiatan dalam melakukan investasi. Dengan demikian pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli maupun kegiatan yang terkait lainnya. Berlangsungnya pasar modal adalah meningkatkan dan menghubungkan aliran dana jangka panjang secara efisien yang akan menunjang pertumbuhan riil ekonomi secara keseluruhan.<sup>3</sup>

Di dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (selanjutnya disebut undang-undang pasar modal) , terdapat suatu pengertian Pasar Modal yaitu “Kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek. Perusahaan Publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek”.<sup>4</sup> Hadirnya undang-undang pasar modal adalah sebagai landasan hukum yang kokoh untuk dapat lebih menjamin kepastian hukum pihak-pihak yang melakukan kegiatan di pasar modal serta melindungi kepentingan masyarakat pemodal dari praktik yang merugikan. Dalam industri pasar modal kepastian hukum merupakan oksigen kehidupan bagi para pelaku pasar modal untuk dapat merefleksikan dirinya dalam peranannya sebagai fasilitator seperti bursa efek, emiten atau perusahaan *go public*, perusahaan efek, dan investor.<sup>5</sup>

Dalam berinvestasi di sektor pasar modal, investor biasanya harus melalui suatu prosedur untuk membuka rekening di salah satu Perusahaan Efek dengan cara

<sup>3</sup> Panji Anaroga&Piji Pakarti, **Pengantar Pasar Modal**, Rineka Cipta, 2006, hlm.5.

<sup>4</sup> Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

<sup>5</sup> Munir Fuady, **Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)**, Jakarta, 2011, hlm.69.

mengisi dokumen-dokumen yang diperlukan. Dokumen akan memuat identitas investor secara lengkap beserta keterangan investasi yang akan dilakukan. Secara umum Perusahaan Efek akan mewajibkan investor untuk menyetorkan sejumlah dana tertentu yang digunakan sebagai jaminan dalam proses penyelesaian transaksi. Dengan dibukanya rekening efek ini, maka investor berstatus sebagai nasabah pada perusahaan efek dimana rekening tersebut dibuka.

Untuk transaksi saham sendiri, diawali dengan memberi perintah jual atau perintah memberli oleh nasabah pada Perusahaan Efek. Perintah tersebut dapat diberikan lewat telepon atau perintah secara tertulis yang berisikan nama saham, jumlah yang akan dijual dan/atau dibeli, serta beberapa harga jual dan/atau harga beli yang diinginkan. Selanjutnya perintah akan *diverifikasi* oleh Perusahaan Efek dengan dimasukan ke dalam sistem perdagangan di Bursa Efek. Semua perintah jual dan/atau beli dari seluruh Perusahaan Efek akan dikumpulkan di dalam Bursa Efek dalam sistem yang bernama *Jakarta Automatic Trading System (JATS)*.<sup>6</sup>

Selain perdagangan efek yang dilakukan di Bursa Efek, di Indonesia juga dikenal transaksi efek yang dilakukan di luar Bursa Efek atau lebih dikenal dengan perdagangan di luar bursa atau *over the counter (OTC)*.<sup>7</sup> Transaksi perdagangan efek di luar bursa ini sudah lama dikenal dan dilakukan oleh perusahaan efek. Dalam perdagangan efek di luar bursa ini atau *over the counter (OTC)*, para pihak yang akan melakukan perdagangan efek, baik itu pihak yang melakukan penjualan atau

---

<sup>6</sup> Badan Pengawas Pasar Modal bekerja sama dengan Japan International Cooperation Agency, **Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia**, Jakarta,2003, hlm. 44.

<sup>7</sup> Istilah yang digunakan dalam Peraturan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam LK) adalah transaksi Efek di luar bursa.



pihak yang melakukan pembelian efek secara langsung bertemu melalui perantara perusahaan efek masing-masing untuk memperdagangkan efek tersebut.<sup>8</sup>

Perdagangan efek yang dilakukan di luar bursa tersebut tidak menggunakan mekanisme perdagangan yang ada didalam Bursa Efek, sehingga penerapan atau implementasi perdagangan efek harus dilakukan secara wajar, teratur, dan efisien. Perdagangan yang wajar, teratur dan efisien adalah suatu perdagangan yang diselenggarakan berdasarkan suatu aturan yang jelas dan dilaksanakan secara konsisten.<sup>9</sup> Dengan demikian harga yang terjadi mencerminkan mekanisme pasar berdasarkan permintaan dan penawaran. Untuk itu penerapan prinsip keterbukaan dalam perdagangan efek di luar bursa merupakan hal yang sangat penting .

Perdagangan efek yang dilakukan di luar bursa diatur dalam Peraturan Bapepam Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek. Dalam angka 1 huruf d Peraturan Bapepam Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek memberikan definisi terkait transaksi di luar bursa, bahwa :<sup>10</sup>

*“Transaksi di luar bursa adalah transaksi antar perusahaan efek atau antara perusahaan efek dengan pihak lain yang tidak diatur oleh bursa efek, dan transaksi antar pihak yang bukan perusahaan efek”.*

Seiring dengan perkembangan zaman dan teknologi yang telah memberikan kemudahan di berbagai aspek, penggunaan media elektronik tidak membatasi seseorang untuk melakukan suatu kegiatan apapun termasuk dalam transaksi efek. Mulai dekade 1990-an, negara-negara dengan pasar modal yang telah maju telah

<sup>8</sup> Tjiptono Darmadji dan Hedy M. Fakhruddin, **Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab**, Salemba Empat, Jakarta, 2001, hlm. 90.

<sup>9</sup> Pasal 7 dan Penjelasan Pasal 7 ayat (1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995.

<sup>10</sup> Angka 1 huruf d Peraturan Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek

memperkenalkan suatu sistem perdagangan efek diluar bursa yang berbasis perdagangan elektronik. Terobosan baru sistem perdagangan efek di luar bursa tersebut dikenal sebagai *Alternative Trading System (ATS)*.

Menurut *Securities and Exchange Commission (SEC)* yang berkedudukan di Amerika, sistem perdagangan alternatif adalah bentuk sistem perdagangan non-tradisional yang menjadi pelengkap atau penunjang dalam perdagangan pasar modal modern.<sup>11</sup> *Alternative Trading System (ATS)* tidak memerlukan penetapan harga saham secara publik, *Alternative Trading System (ATS)* juga dapat membatasi jalan masuk ke dalam sistem perdagangan dan ruangan perdagangannya.

Saat ini terdapat suatu kegiatan yang termasuk dalam sistem alternatif perdagangan di luar bursa yang ditujukan kepada investor institusi besar yang ingin melakukan jual ataupun beli saham dalam jumlah besar (*block sale*). Kegiatan yang mengakomodasi aksi jual dalam jumlah besar yang akan dilakukan investor ini lebih dikenal sebagai transaksi *dark pool*.

*Dark pool* merupakan sistem perdagangan alternatif yang dilakukan *broker-dealer* secara elektronik dalam jumlah besar dengan tidak adanya keterbukaan. Karena kegiatan ini dilakukan dengan berbasis elektronik, maka dapat mempermudah perdagangan saham seperti selayaknya perdagangan yang dilakukan di bursa efek.<sup>12</sup>

Bila diartikan secara harfiah, *darkpool* merupakan kolam gelap. Kolam itu mencari siapa saja yang berminat dengan *block scale* transaksi saham dengan nilai

---

<sup>11</sup> K.C Brown and Reilly F.K, *Analysis of Investment and Management of Portofolios*, 9th Edition (Canada : South- Western,2009),hlm.107.

<sup>12</sup> D. Keith Ross, *10 Things People Don't Get About Dark Pools*, Sabtu, 2 Februari 2013 dalam <http://www.cnn.com/id/100424690>. Diakses pada tanggal 7 Oktober 2016.



transaksi besar di bursa dunia, termasuk Indonesia. Hal yang membuat *dark pool* begitu diminati karena hanya melibatkan broker dan investor. Sesuai dengan namanya, broker tidak akan mengungkapkan data klien, baik sebelum maupun sesudah *trading*. Broker *dark pool* tidak melaporkan data transaksi kepada regulator sehingga baik pemodal maupun investor publik tidak mendapat informasi yang layak.

Di Indonesia *dark pool* ramai dibicarakan setelah *Investment Technology Group* (ITG) broker saham asal Amerika Serikat mengumumkan pembukaan fasilitas ini pada bulan Agustus 2012 lalu. Indonesia menjadi negara ke-22 bagi pasar *dark pool* di Asia Pasifik yang dikelolanya karena melihat adanya celah regulasi. ITG tertarik setelah melihat tingginya kebutuhan likuiditas di pasar saham. Sebelumnya pada tahun 2011, Liquidnet juga telah membuka fasilitas *dark pool* untuk saham-saham yang ada di BEI.

Pada tahun 2010, International Organization of Securities Commissions (IOSCO) mengatakan dalam laporan mereka bahwa "*While dark pools and dark orders may meet a demand in the market, they may raise regulatory issues that merit examination*".<sup>13</sup> Dalam laporan tersebut pada pokoknya menegaskan bahwa saat kegiatan *dark pools* berkembang di masyarakat, maka diperlukan aturan-aturan yang dianggap perlu untuk dapat mengaturnya.

Apabila dibandingkan dengan negara lain seperti Amerika, Indonesia belum mempunyai payung hukum yang jelas terkait dengan transaksi *dark pool*. Aturan mengenai transaksi efek dengan cara *dark pool* hingga saat ini belum ada dilakukan, baik oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) maupun Bursa Efek Indonesia (BEI).

<sup>13</sup> <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/R43739.pdf>, diakses pada 7 Oktober 2016

Potensi pelanggaran yang dapat dilakukan di dalam transaksi ini adalah *darkpool* menyebabkan pasar tidak sempurna dan rawan manipulasi.<sup>14</sup> Salah satu contoh kasus manipulasi pernah terjadi di Amerika Serikat pada Barclays. Kasus ini terjadi setelah Kejaksaan New York mengajukan tuntutan terhadap bank terkemuka Inggris tersebut. Kejaksaan menuding Barclays memberikan perlakuan yang tidak adil bagi investor di AS atas sistem perdagangan alternatif *dark pool* yang ditawarkan Barclays.

*“Barclays said that a feature called Liquidity Profiling would ‘continuously police’ order flow in its LX dark pool and that the firm would run ‘surveillance reports every week’ for toxic order flow. In fact, Barclays did not continuously police LX for predatory trading using the tools it said it would, and it also did not run weekly surveillance reports”.*<sup>15</sup>

Kejaksaan melihat Barclays tidak memiliki itikad baik untuk mendapatkan harga bagi konsumennya namun hanya ingin memaksimalkan keuntungan bagi perusahaan dan mengeksekusi hampir semua transaksi pesanan saham konsumen melalui nya dan bukannya mentransfer transaksi tersebut ke bursa atau tempat lain yang mungkin dapat memberikan harga yang lebih baik. Menurut SEC, Barclays menyesatkan klien dengan memberikan informasi yang salah. Namun dengan adanya sikap kejaksaan terhadap kasus ini membuktikan bahwa otoritas AS menjamin *dealer* tidak merugikan investor di bursa saham yang serba otomatis saat ini.

Di Indonesia transaksi ini mendapat reaksi keras dari Ketua Asosiasi Perusahaan Efek Indonesia (APEI), Lily Widjaja. Menurutnya kegiatan ini tidak

---

<sup>14</sup> Pialang Indoensia dalam [https://issuu.com/indossari/docs/02-pi\\_oktober\\_2012](https://issuu.com/indossari/docs/02-pi_oktober_2012) , diakses pada 13 November 2016.

<sup>15</sup> *Press Released U.S SEC* dalam <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-16.html>, diakses pada 13 November 2016

sesuai dengan undang-undang pasar modal. Hal ini dikarenakan *dark pools* tidak mengedepankan prinsip keterbukaan pada proses perdagangannya. Beliau meminta agar otoritas pasar modal mengawasi ketat dan mencermati terkait dengan transaksi ini.<sup>16</sup>

Pada hakikatnya, prinsip keterbukaan terkait transaksi perdagangan efek diluar bursa saham sendiri masih sulit dilakukan. Padahal dalam menjalankan setiap kegiatan dalam transaksi pasar modal sangat dibutuhkan prinsip keterbukaan, sebagaimana diatur dalam pasal 1 angka 25 undang-undang pasar modal. Hal yang menjadi perhatian adalah dalam transaksi *dark pool*, investor tidak dapat mengetahui informasi material atau tidak dapat mengakses terkait harga saham karena informasi tersebut tidak diungkapkan. Dengan demikian transaksi ini berpotensi atau rawan manipulasi terhadap harga yang terjadi, baik yang dilakukan oleh perusahaan publik dan/atau emiten yang mengeluarkan efek atau oleh perantara pedagang efek. Apabila hal ini terjadi, maka investorlah yang akan dirugikan. Maka dalam penelitian ini penulis tertarik untuk menganalisis bagaimana perlindungan hukum yang dapat dilakukan oleh OJK selaku otoritas yang berwenang dalam sektor pasar modal terhadap investor *dark pool*.

Sebelumnya penelitian mengenai *dark pool* juga pernah diangkat oleh peneliti lainnya. Berikut ini merupakan tabel penelitian terdahulu yang mempunyai topik yang sama yaitu mengenai *dark pool*.

---

<sup>16</sup> <http://www.neraca.co.id/article/18818/rugikan-investor-transaksi-dark-pool-patut-diwaspadai>, diakses pada 15 Oktober 2016.



**Tabel 1.1**  
**Penelitian Terdahulu**

No.	Tahun Penelitian	Nama Penelitian dan Asal Instansi	Judul Penelitian	Perumusan Masalah	Keterangan
1	2016	Taufik Hidayat Lubis, Bismar Nasution, Suhaidi, dan Mahmud Siregar  Fakultas hukum  Universitas Sumatera Utara (USU)	ANALISIS HUKUM DARK POOLS SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA SAHAM	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Bagaimana transaksi efek di luar bursa melalui transaksi <i>dark pools</i> dalam peraturan pasar modal di Indonesia?</li> <li>2. Potensi apakah yang dapat dilanggar oleh <i>dark pools</i> sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa di Indonesia?</li> </ol>	Dalam artikel ini membahas terkait belum adanya peraturan yang mengatur kegiatan <i>dark pool</i> di Indonesia serta potensi yang dapat di timbulkan seperti terganggunya likuiditas pasar dan praktek <i>money laundering</i> .
2	2009	Rully Ramadhan Putra  Fakultas Hukum  Universitas Parahyangan	Konstruksi Hukum (Rechtconstructie) Perdagangan Saham di Luar Bursa Saham ( <i>Dark pool</i> ) dalam Hukum Pasar Modal di Indonesia	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Bagaimana perdagangan saham diluar bursa saham (<i>dark pool</i>) dalam Hukum Pasar Modal di Indonesia?</li> <li>2. Bagaimana konstruksi hukum perdagangan saham di luar bursa saham (<i>dark pool</i>)</li> </ol>	Skripsi ini membahas bahwa terdapat celah hukum yang dimanfaatkan broker untuk melakukan transaksi ini sehingga diperlukan adanya konstruksi hukum mengenai <i>dark pool</i> sehingga jelas ketentuannya.

				?	
3	2014	Christin Melinda, dkk  Fakultas Hukum  Universitas Padjajaran	SISTEM PERDAGANGAN <i>DARK POOL</i> DALAM PASAR MODAL DITINJAU DARI HUKUM POSITIF INDONESIA	1. Apakah mekanisme perdagangan <i>Dark Pool</i> bertentangan dengan hukum positif yang berlaku di Indonesia? 2. Bagaimana lembaga yang berwenang dalam hal pasar modal di Indonesia menyikapi permasalahan <i>Dark Pool</i> ini?	Makalah ini menjelaskan bahwa <i>dark pool</i> telah bertentangan dengan hukum positif yang ada di Indonesia dan pengawasan terhadap transaksi ini seharusnya dilakukan oleh OJK.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu sebagaimana disebutkan dalam tabel diatas, dapat diketahui bahwa penelitian tersebut dilakukan untuk menganalisis kedudukan, potensi, dan lembaga yang berwenang untuk melakukan pengawasan terhadap *dark pool*. Sementara pada penelitian ini akan menganalisis perlindungan hukum bagi investor yang melakukan transaksi *dark pool*.

### B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang diatas, maka dapat dirumuskan permasalahan :

1. Bagaimana perlindungan hukum bagi investor dalam transaksi *dark pool* di Indonesia?

### C. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis bagaimana perlindungan hukum yang dilakukan oleh OJK, baik secara preventif maupun respresif bagi investor dalam transaksi *dark pool* di Indonesia.

### D. Manfaat Penelitian

Penelitian skripsi ini diharapkan dapat membawa manfaat yaitu:

#### 1. Manfaat Teoritis

Untuk menambah wawasan keilmuan hukum di bidang pasar modal, khususnya yang terkait dengan *dark pool*.

#### 2. Manfaat Praktis

##### a. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan kajian dan penambahan ilmu pengetahuan tentang pengaturan transaksi *dark pool* dan tentunya hukum pasar modal itu sendiri.

##### b. Bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan rujukan bagi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam membentuk suatu ketentuan yang dapat meningkatkan perlindungan hukum bagi investor, khususnya bagi investor yang melakukan transaksi *dark pool* di Indonesia.



c. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan pedoman dan bermanfaat bagi investor untuk memberikan kepastian hukum terkait transaksi *dark pool* di Indonesia.

d. Bagi Masyarakat

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi bagi masyarakat terkait dengan transaksi *dark pool* dalam hukum pasar modal di Indonesia.

## E. SISTEMATIKA PENULISAN PENELITIAN

Sistematika pada penelitian ini terdiri dari 5 (lima) bab yang ditulis secara berurutan, secara garis besar diuraikan sebagai berikut:

### BAB I : PENDAHULUAN

Dalam bab ini diuraikan tentang:

- a. Latar belakang penelitian
- b. Rumusan masalah
- c. Tujuan Penelitian
- d. Manfaat penelitian

### BAB II : KAJIAN PUSTAKA

Kajian Pustaka berisikan teori dan konsep yang berkenaan dengan transaksi *dark pool* di Indonesia. Rinciannya adalah sebagai berikut:

- a. Tinjauan Umum Tentang Pengawas Pasar Modal
- b. Tinjauan Umum Tentang Investor
- c. Tinjauan Umum Tentang Transaksi *Dark Pool*

d. Tinjauan Umum Tentang Perlindungan Hukum

**BAB III : METODE PENELITIAN**

Dalam bab ini dibahas tentang:

- a. Jenis Penelitian
- b. Metode Pendekatan
- c. Sumber Bahan Hukum
- d. Teknik Pengumpulan Bahan Hukum
- e. Teknik Analisis Bahan Hukum
- f. Definisi Konseptual
- g. Sistematika Penulisan

**BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN**

Bab ini berisikan hasil dan analisis terkait dengan Perlindungan Hukum Bagi Investor Dalam Transaksi *Dark Pool* di Indonesia.

**BAB V : PENUTUP**

Dalam bab ini berisi tentang Kesimpulan dan Saran untuk masyarakat dan lembaga serta pihak-pihak yang terkait dengan pembahasan skripsi ini.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

Kajian pustaka dalam penelitian ini akan dibagi menjadi empat tinjauan umum. Pertama, tinjauan umum tentang pengawasan dalam pasar modal. Dalam bagian ini penulis mencoba menjelaskan pengawasan pasar modal yang dilakukan oleh Bapepam dan OJK. Kedua, tinjauan umum tentang investor. Pada bagian ini penulis akan memberikan penjelasan mengenai pengertian, cara, dan tujuan menjadi investor.

Ketiga, tinjauan umum tentang *dark pool*. Dalam bagian ini penulis akan menjelaskan pengertian dan sejarah *dark pool*. Dan terakhir, tinjauan umum tentang perlindungan hukum. Pada bagian ini, penulis akan menjelaskan pengertian perlindungan hukum, dan sarana perlindungan hukum.

#### A. Tinjauan Umum Tentang Pengawas Pasar Modal

##### 1. Pengawasan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM)

Di Indonesia pihak-pihak atau institusi yang terlibat dalam pasar modal tercantum dalam Undang-undang Pasar Modal. Undang-undang tersebut memberikan kewenangan pada setiap lembaga yang disebutkan didalamnya. Masalah penegakan hukum, regulasi, dan penerapan peraturan perundang-undangan berada ditangan Badan Pengawas Pasar Modal Republik Indonesia (Bapepam).<sup>17</sup>

Pada tahun 1976-1990, selain menjalankan fungsi sebagai pengawas pasar modal dan pasar uang, Bapepam juga menjadi badan pelaksana bursa. Oleh karena

---

<sup>17</sup> M.Irsan Nasarudin S.H dan Indra Surya,S.H.,LLM, **Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia**, Kencana, Jakarta, 2004, hlm. 113.



itu, Bapepam dulu disebut dengan Bapepum (Badan Pengawas Pasar Uang dan Modal). Pada tahun 1976, sebagai Badan Pelaksana Pasar Modal, tugas Bapepam menurut Keppres No. 58 Tahun 1984 adalah :

- 1) Menjalankan penilaian terhadap perusahaan-perusahaan yang akan menjual saham-sahamnya melalui pasar modal, apakah telah memenuhi persyaratan yang telah ditentukan, yaitu sehat dalam manajemen dan keuangan.
- 2) Menyelenggarakan pasar modal yang efektif dan efisien
- 3) Mengikuti perkembangan perusahaan yang menjual sahamnya melalui pasar modal secara terus-menerus.

Dualisme fungsi Bapepam yang bertindak sebagai penyelenggara dan pengawas, menjadi ditiadakan pada tahun 1990. Dengan adanya Keppres No. 53/1990 dan SK Menkeu No. 1548/1990, lembaga ini memfokuskan diri pada tugas pengawasan dan pembinaan pasar modal, sedangkan mengenai pasar uang diserahkan kepada otoritas perbankan, yaitu Bank Indonesia (BI).

Dengan lahirnya Undang-undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal (UUPM) telah di atur berbagai hal khususnya menyangkut kedudukan, tugas dan wewenang lembaga pengawas yang di sebut Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) peran dari lembaga penunjang pasar modal, peranan bursa serta ketentuan perdata maupun pidana. Kristalisasi dari pengaturan di maksud adalah terciptanya pasar modal yang efektif, efisien serta wajar. Dengan kondisi pasar modal demikian, akan timbul kepercayaan dari para pelaku pasar termasuk dunia usaha dan para

pemodal untuk semaksimalnya memanfaatkan pasar modal tidak saja sebagai alternatif investasinya, tetapi pula sebagai pilihan pendanaan usahanya.<sup>18</sup>

Secara umum, Bapepam mempunyai tugas dalam membina, mengatur, dan mengawasi kegiatan pasar modal sehari-hari serta merumuskan dan melaksanakan kebijakan dan standardisasi teknis di bidang lembaga keuangan, sesuai dengan kebijakan yang ditetapkan oleh Menteri Keuangan dan tentu sesuai dengan ketentuan perundang-undangan yang berlaku. Dalam melaksanakan tugas tersebut Bapepam menyelenggarakan fungsi sebagai berikut:<sup>19</sup>

- 1) Penyusunan peraturan di bidang pasar modal.
- 2) Penegakan peraturan di bidang pasar modal.
- 3) Pembinaan dan pengawasan terhadap pihak yang memperoleh izin usaha, persetujuan, pendaftaran dari Badan dan pihak lain yang bergerak di pasar modal.
- 4) Penyelesaian keberatan yang diajukan oleh pihak yang dikenakan sanksi oleh Bursa Efek, Kliring, dan Penjaminan, dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian.
- 5) Penetapan prinsip-prinsip keterbukaan perusahaan bagi emiten dan Perusahaan Publik.
- 6) Penetapan ketentuan akuntansi di bidang pasar modal.
- 7) Penyiapan perumusan kebijakna dibidang lembaga keuangan.

<sup>18</sup> Jusuf Anwar, **Pasar Modal Sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi**, PT. Alumni, Jakarta, 2005, hlm. xii

<sup>19</sup> Tavinayati dan Yulia Qamariyanti, **Hukum Pasar Modal Indonesia**, Sinar Grafika, Banjarmasin, 2009, hlm.14-15.

- 8) Pelaksanaan kebijakan di bidang lembaga keuangan, sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan yang berlaku.
- 9) Perumusan standar, norma, pedoman kriteria, dan prosedur di bidang lembaga keuangan.
- 10) Pemberian bimbingan teknis dan evaluasi di bidang lembaga keuangan.
- 11) Pelaksanaan tata usaha badan.

Kewenangan Bapepam-LK sejalan dengan prinsip hukum pasar modal secara global. Fungsi utama dari Bapepam sama seperti fungsi SEC di Amerika Serikat, yaitu:<sup>20</sup>

- 1) Fungsi *rule making*. Dalam hal ini otoritas pengawas dapat membuat aturan-aturan main untuk pasar modal.
- 2) Fungsi *adjudicatory*. Ini merupakan fungsi otoritas pengawas atau kewenangan judicial seperti yang dilakukan oleh suatu badan peradilan. Termasuk ke dalam fungsi ini misalnya mengadili dan memecat atau mencabut izin ataupun melarang pihak-pihak pelaku di pasar modal untuk ikut berpartisipasi dalam kegiatan-kegiatan di pasar modal.
- 3) Fungsi *investigatory-enforcement*. Fungsi ini membuat otoritas pengawas mempunyai wewenang investigasi dan sekaligus pelaksanaannya.

<sup>20</sup> Munir Fuady, **Pasar Modal Modern :Tinjauan Hukum**, Citra Aditya Bakti, Bandung, 2001, hlm. 78.



Selain tiga wewenang umum seperti pembinaan, pengawasan dan pengaturan diatas, UU No. 8/1995 juga mengatur mengenai wewenang Bapepam yang bersifat khusus yang merupakan penjabaran dari wewenang diatas. Dalam kaitannya dengan fungsi penegakan aturan di pasar modal, Bapepam mempunyai 3 kewenangan utama yang bersifat represif yaitu melakukan pemeriksaan, penyidikan dan memberi sanksi administratif.

Kedudukan Bapepam dalam undang-undang pasar modal menjadi kontradiktif, karena Bapepam menjadi salah satu bagian dalam jajaran Departemen Keuangan namun bertanggung jawab kepada menteri. Sebagaimana ditegaskan pada Pasal 3 ayat (2) Undang-undang pasar modal. Besarnya kewenangan yang dimiliki Bapepam menerangkan bahwa adanya kebutuhan untuk membuat suatu institusi yang independen. Mengingat bahwa Bapepam memiliki fungsi pengawasan terhadap wilayah hukum yang melibatkan banyaknya kepentingan dan dana dari masyarakat. Bapepam harus mampu menghindari intervensi dan kepentingan lain di dalam penegakan hukum yang bertujuan untuk memberikan perlindungan kepada pelaku pasar modal dan investor pasar modal Indonesia.<sup>21</sup>

Akhirnya dengan lahirnya Undang-undang No. 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan, terdapat perubahan pada pengawasan lembaga jasa keuangan di Indonesia yang pada awalnya dilakukan oleh beberapa lembaga. Seperti sebelumnya, pengawasan perbankan dilakukan oleh Bank Indonesia dan pengawasan pasar modal dan lembaga keuangan lainnya dilakukan oleh Bapepam

---

<sup>21</sup> M. Irsan Nasarudin, **Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia**, Prenada Media Group, Jakarta, 2010, hlm. 46.

menjadi pengawasan yang dilakukan oleh lembaga independen. Lembaga tersebut bernama Otoritas Jasa Keuangan (OJK).

## 2. Pengawasan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Alasan pembentukan OJK pada awalnya adalah munculnya gejala globalisasi dalam sektor keuangan, semakin kompleks dan bervariasi produk-produk jasa keuangan.<sup>22</sup> Sebelum adanya OJK, perlindungan konsumen dalam sektor jasa keuangan belum optimal. Hal tersebut menimbulkan permasalahan lintas sektoral di sektor jasa keuangan yang melahirkan tindakan praktik-praktik buruk (*moral hazard*), sehingga dirasa perlu membentuk lembaga pengawas di sektor jasa keuangan yang terintegrasi.

Sehubungan dengan itu, diperlukan penataan kembali agar tercapai mekanisme koordinasi yang lebih efektif dalam menangani permasalahan yang timbul dalam sektor jasa keuangan. Penataan pengorganisasian dari lembaga-lembaga yang melaksanakan tugas pengaturan pengawasan di sektor jasa keuangan yang mencakup sektor perbankan, pasar modal, perasuransian, dana pensiun, lembaga pembiayaan dan jasa keuangan lainnya.

Pada prinsipnya terdapat beberapa tujuan utama pendirian OJK, yaitu meningkatkan dan memelihara kepercayaan publik di bidang jasa keuangan, menegakkan peraturan perundang-undangan di bidang jasa keuangan, meningkatkan pemahaman publik mengenai bidang jasa keuangan, dan melindungi kepentingan

---

<sup>22</sup> Bismar Nasution (a), “Undang-undang Nomor 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan: Kajian Terhadap Independensi Dan Pengintegrasian Pengawasan Lembaga Keuangan”, Disampaikan pada sosialisasi UU No. 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan, dilaksanakan BAPEPAM-LK, Hotel Tiara, Medan, 8 Juni 2012

konsumen jasa keuangan.<sup>23</sup> Dengan demikian, keseluruhan kegiatan di dalam sektor jasa keuangan dapat berjalan dengan sesuai, sebagaimana disebutkan dalam Pasal 4 Undang-undang Nomor 21 tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan (selanjutnya disebut UU OJK) bahwa :<sup>24</sup>

*“OJK dibentuk dengan tujuan agar keseluruhan kegiatan di dalam sektor jasa keuangan:*

- a. terselenggara secara teratur, adil, transparan, dan akuntabel;*
- b.mampu mewujudkan sistem keuangan yang tumbuh secara berkelanjutan dan stabil; dan*
- c. mampu melindungi kepentingan Konsumen dan masyarakat”.*

Tujuan Otoritas Jasa Keuangan dibentuk dan dilandasi atas prinsip-prinsip tata kelola yang baik yang meliputi independensi, akuntabilitas, pertanggungjawaban, transparansi dan kewajaran. Otoritas Jasa Keuangan melaksanakan tugas dan wewenangnya berdasarkan asas-asas sebagai berikut:<sup>25</sup>

- 1) Asas independensi, yakni independen dalam pengambilan keputusan dan pelaksanaan fungsi, tugas, dan wewenang OJK, dengan tetap sesuai peraturan perundang-undangan yang berlaku;
- 2) Asas kepastian hukum, yakni asas dalam Negara hukum yang mengutamakan landasasn peraturan perundang-undangan dan keadilan dalam setiap kebijakan penyelenggaraan Otoritas Jasa Keuangan;
- 3) Asas kepentingan umum, yakni asas yang membela dan melindungi kepentingan konsumen dan masyarakat serta

<sup>23</sup> Adrian Sutedi, **Aspek Hukum Otoritas Jasa Keuangan**, Raih Asa sukses, Jakarta, 2014, hlm. 42.

<sup>24</sup> Pasal 4 Undang-undang Nomor 21 tahun 2 011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

<sup>25</sup> *Ibid*,hlm. 113.



- memajukan kesejahteraan umum;
- 4) Asas keterbukaan, yakni asas yang membuka diri terhadap hak masyarakat untuk memperoleh informasi yang benar, jujur, dan tidak diskriminatif tentang penyelenggaraan Otoritas Jasa Keuangan;
  - 5) Asas profesionalitas, yakni asas yang mengutamakan keahlian dalam pelaksanaan tugas dan wewenang Otoritas Jasa Keuangan, dengan tetap berlandaskan pada kode etik dan ketentuan peraturan perundang-undangan;
  - 6) Asas integritas, yakni asas yang berpegang teguh pada nilai-nilai moral dalam setiap tindakan dan keputusan yang diambil dalam penyelenggaraan Otoritas Jasa Keuangan;
  - 7) Asas akuntabilitas, yakni asas yang menentukan bahwa setiap kegiatan dan hasil akhir dari setiap kegiatan penyelenggaraan Otoritas Jasa Keuangan harus dapat dipertanggungjawabkan kepada publik.

Mengenai bidang pengaturan dan pengawasan yang dilakukan OJK, telah diatur di dalam UU OJK yang meliputi kegiatan jasa keuangan di sektor perbankan, kegiatan jasa keuangan disektor pasar modal, kegiatan jasa keuangan di sektor perasuransian, dana pensiun, lembaga pembiayaan, dan lembaga jasa keuangan lainnya.

Dalam melaksanakan tugas dan pengaturan dalam menjalankan perannya, OJK mempunyai beberapa wewenang yang diatur dalam Pasal 8 UU OJK, yaitu<sup>26</sup> :

- 1) Menetapkan peraturan pelaksanaan undang-undang ini;
- 2) Menetapkan peraturan perundang-undangan di sektor jasa keuangan;
- 3) Menetapkan peraturan dan keputusan OJK;
- 4) Menetapkan peraturan mengenai pengawasan di sektor jasa keuangan;
- 5) Menetapkan kebijakan mengenai pelaksanaan tugas OJK;
- 6) Menetapkan peraturan mengenai tata cara penetapan perintah tertulis terhadap lembaga jasa keuangan dan pihak tertentu;
- 7) Menetapkan peraturan mengenai tata cara penetapan pengelola *statuter* pada lembaga lembaga jasa keuangan;
- 8) Menetapkan struktur organisasi dan infrastruktur, serta mengelola, memelihara, dan menatausahakan kekayaan dan kewajiban; dan Menetapkan peraturan mengenai pengenaan sanksi sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan di sektor jasa keuangan.

Otoritas Jasa Keuangan juga diberikan beberapa kewenangan dalam melaksanakan pengawasan, yang diantaranya :<sup>27</sup>

- 1) Menetapkan kebijakan operasional pengawasan terhadap kegiatan jasa keuangan;

<sup>26</sup> Pasal 8 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

<sup>27</sup> Pasal 9 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

- 2) Mengawasi pelaksanaan tugas dan pengawasan yang dilaksanakan oleh kepala eksekutif;
- 3) Melakukan pengawasan pemeriksaan, penyidikan, perlindungan konsumen, dan tindakan lain terhadap lembaga jasa keuangan, pelaku, dan/atau penunjang kegiatan jasa keuangan sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di sektor jasa keuangan;
- 4) Memberikan perintah tertulis kepada lembaga jasa keuangan dan/atau pihak tertentu;
- 5) Melakukan penunjukan pengelola *statute*;
- 6) Menetapkan penunjukan pengelola *statute*;
- 7) Menetapkan sanksi administratif terhadap pihak yang melakukan pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di sektor jasa keuangan; dan
- 8) Memberikan dan/atau mencabut;
  - a) Izin usaha
  - b) Izin orang perseorangan
  - c) Efektifnya pernyataan pendaftaran
  - d) Surat tanda daftar
  - e) Persetujuan melakukan kegiatan usaha
  - f) Pengesahan
  - g) Persetujuan atau penetapan pembubaran, dan



- h) Penetapan lain, sebagaimana dimaksud dalam peraturan perundang-undangan di sektor jasa keuangan lain.

## **B. Tinjauan Umum Tentang Investor**

### **1. Pengertian Investor**

Investor adalah salah satu pelaku dalam pasar modal. Investor merupakan masyarakat baik perorangan atau lembaga yang membeli saham yang diterbitkan emiten.<sup>28</sup> Pengertian lain dari investor adalah perorangan atau badan hukum yang menggunakan dananya untuk melakukan tindakan investasi. Investasi adalah tabungan yang ditempatkan dalam salah satu instrumen pasar uang atau pasar modal dengan tujuan mendapatkan penghasilan riil lebih tinggi dari tingkat inflasi.<sup>29</sup>

### **2. Jenis-jenis Investor**

Dapat dikatakan bahwa investor merupakan salah satu pihak terpenting yang berperan di dalam kegiatan pasar modal. Investor yang berperan dalam kegiatan pasar modal merupakan investor domestik dan investor asing, baik perorangan maupun institusi mana mempunyai karakteristik tersendiri. Perkembangan dalam sektor pasar modal sangat dipengaruhi oleh investor. Investor sendiri ada yang bersikap aktif dan pasif. Biasanya investor domestik lebih pasif dibandingkan dengan investor asing. Berikut perbedaan keduanya :

---

<sup>28</sup> Ana Rokhmatussa'dyah dan Suratman, **Hukum Investasi dan Pasar Modal**, Sinar Grafika, Malang, 2009, hlm 177-178

<sup>29</sup> E. A. Koetin, **Suatu Pedoman Investasi dalam Efek di Indonesia**, U.S. Agency for International Development – Financial Markets Project, Jakarta, 1994, hlm 108.

### a. Investor Domestik

Warga Negara Indonesia atau Badan Hukum Indonesia yang menaruh uangnya pada efek-efek yang diperdagangkan di pasar modal. Kehadiran investor domestik di pasar modal sangatlah diharapkan, karena investor domestik yang kuat akan mendukung terciptanya pasar modal yang stabil dan tidak mudah dipermainkan oleh pihak-pihak tertentu, seperti investor asing yang dengan mudah memindahkan investasinya.<sup>30</sup>

Perkembangan investor domestik di Indonesia belumlah dapat dibanggakan, karena masih jauh dari yang diharapkan. Dapat digambarkan dengan jumlah penduduk Indonesia yang lebih dari 220 juta jiwa, tetapi yang terlibat berinvestasi di pasar modal kurang dari 1%. Apabila dibandingkan dengan jumlah investor lain di kawasan ASEAN, seperti Malaysia, dengan penduduk 20 juta jiwa, jumlah pemodal domestiknya mencapai 7 juta orang, berarti terdapat 35% jumlah investor domestik. Bayangkan jika investor domestik Indonesia cukup 20% saja, maka itu sudah akan menjadi kekuatan yang luar biasa.<sup>31</sup>

Horikoshi dan McColgan mengatakan dalam bukunya bahwa “*Regulators and market participants should consider a marketing strategy to keep the foreign investors interested in the market while the domestic participation catches up*”<sup>32</sup>

Melihat pernyataan tersebut, dapat dikatakan bahwa perkembangan masyarakat dalam berinvestasi sesungguhnya menjadi menjadi pemikiran semua pihak, baik dari

<sup>30</sup> M.Irsan Nasarudin S.H dan Indra Surya,S.H.,LLM, **Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia**, Kencana, Jakarta, 2004, hlm. 167

<sup>31</sup> <http://repository.usu.ac.id/bitstream/123456789/35720/4/Chapter%20II.pdf>, diakses pada 21 Februari 2017.

<sup>32</sup> Hal S.Scott dan Phillip A. Wellos, *Financing Capital Market Intermediaries in East and Southeast Asia*, Foundation Press, 1996, hlm. 119.

sektor industri maupun pemerintah. Hal ini diharapkan agar pasar modal Indonesia dapat sejajar dengan pasar modal negara lain. Industri efek perlu mengikuti langkah yang dilakukan oleh industri perbankan, yaitu melalui perluasan jaringan bisnis (*networking*).<sup>33</sup>

### **b. Investor Asing**

Investor asing adalah warga negara asing perorangan atau badan usaha asing yang ikut menyertakan investasinya lewat pasar modal Indonesia. Peran investor asing sebenarnya sangat besar karena kebanyakan investor asing biasanya memiliki *financial power* yang kuat dan pengalaman dalam bermain di pasar.<sup>34</sup>

Apabila melihat dari tujuan orang atau lembaga yang menjadi investor di pasar modal maka para investor tersebut dapat di pisahkan menjadi empat kelompok, yaitu sebagai berikut:<sup>35</sup>

1. Investor yang bertujuan memperoleh deviden : orang atau lembaga yang mengharapkan penghasilan tetap seperti pensiunan, pengelola dana pensiun dan asuransi.
2. Investor yang bertujuan berdagang : mengharapkan keuntungan dari selisih harga jual dan harga beli. Investor akan membeli saham pada saat harga saham menurun dan akan menjualnya kembali pada saat harganya naik.

<sup>33</sup> I Putu Gede Ary Suta, **Menuju Pasar Modal Modern**, Yayasan SAD Satria Dharma, Jakarta, 2000, hlm. 3331.

<sup>34</sup> <http://repository.usu.ac.id/bitstream/123456789/35720/4/Chapter%20II.pdf>, diakses pada 21 Februari 2017.

<sup>35</sup> Marzuki Usman, **Pasar Modal Indonesia**, IBI, Jakarta, 1994, hlm. 33-34.



3. Kelompok yang berkepentingan dalam pemilihan perusahaan :  
Investor dalam kelompok ini akan memilih perusahaan yang memiliki nama baik dan tujuannya hanya ikut serta sebagai pemilik perusahaan.
4. Kelompok spekulator : Investor dalam kelompok ini akan membeli saham pada perusahaan yang baru berkembang yang diyakini akan berkembang pesat di masa depan.

### 3. Hal-hal yang Harus Diperhatikan Investor

Sebelumnya perlu diketahui bahwa terdapat dua cara bagi masyarakat untuk dapat dikatakan menjadi investor, yaitu :<sup>36</sup>

a. Melalui pasar perdana (*primary market*)

Melalui pasar perdana dapat dilakukan antara saat izin *go public* diberikan sampai dengan waktu tertentu sesuai dengan perjanjian emiten dengan penjamin emisinya. Pada masa ini saham ditawarkan di luar bursa dengan harga yang sudah disepakati oleh emiten dengan penjamin emisi (*underwriter*).

b. Melalui pasar sekunder (*secondary market*)

Melalui pasar sekunder adalah cara yang dilakukan setelah saham perusahaan didaftarkan di bursa. Pasar sekunder dimulai pada saat perusahaan didaftarkan dibursa, yang melakukan perdagangan adalah para pemegang saham dan calon pemegang saham, karena hal itulah dinamakan sebagai pasar sekunder. Uang yang berputar di pasar sekunder tidak lagi mengalir ke dalam perusahaan yang

---

<sup>36</sup> Tavinayati dan Yulia Qamariyanti, **Hukum Pasar Modal Indonesia**, Sinar Grafika, Jakarta, 2009, hlm. 25-26.

menerbitkan efek, melainkan berpindah dari pemegang saham yang satu ke pemegang saham yang lain.

Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan oleh investor yaitu harus mengenal dirinya sendiri sebelum mengambil langkah untuk melakukan investasi yang dikaitkan dengan tujuannya dalam melakukan investasi.<sup>37</sup> Pada umumnya, seorang investor yang mencari keuntungan lebih mementingkan aspek finansial bagi dirinya sendiri. Oleh karena itu, sebagai investor harus mengetahui sejauh mana investor mampu menanggung kerugian, baik secara finansial maupun secara mental, dengan kata lain bagaimana toleransi mental investor dalam menghadapi keadaan yang berubah.<sup>38</sup>

Untuk menghindari kerugian, investor akan menempuh berbagai cara atau strategi terhadap portofolionya tersebut. Salah satu strategi yang dilakukan investor adalah melakukan diversifikasi terhadap portofolionya.<sup>39</sup> Berikut beberapa strategi sederhana yang hampir dilakukan oleh setiap investor dalam bermain saham, yaitu:<sup>40</sup>

a. Beli di Pasar Perdana, Jual di Pasar sekunder

Strategi ini digunakan karena adanya keyakinan investor bahwa harga akan naik begitu suatu saham dicatatkan di bursa efek. Kendati tidak selamanya benar, tapi banyak pelaku pasar yang beranggapan bahwa strategi membeli di perdana dan

<sup>37</sup> <http://repository.usu.ac.id/bitstream/123456789/35720/4/Chapter%20II.pdf>, diakses pada 21 Februari 2017.

<sup>38</sup> Andrew Griffiths, *Corporate Governance and Corporate Control : Shareholding and the governance of Public Companies*, Cavendish Publishing Limited, London, 1995, hlm. 58.

<sup>39</sup> Robert W. Hamilton, *The Law of Corporations in A Nutshell*, West Publishing, St.Paul Minnesota, 1996, hlm. 2.

<sup>40</sup> <http://repository.usu.ac.id/bitstream/123456789/35720/4/Chapter%20II.pdf>, diakses pada 21 Februari 2017.

jual saat masuk di pasar sekunder ini cocok bila diterapkan pada waktu pasar sedang *bullish* (harga-harga saham di pasar sekunder sedang naik).

b. Strategi Beli dan Tahan (*Buy and Hold*)

Pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan Penawaran Umum bagi kepentingan emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual, harga mencapai titik terendah atau umumnya pasar sedang sangat rendah atau *bearish*. Dengan strategi tersebut diharapkan pemodal selalu mendapatkan dividen dan peluang harga yang meningkat di masa depan.<sup>41</sup> Suatu tindakan untuk menghindari terjadinya kerugian yang lebih besar dengan melakukan penjualan saham pada harga yang lebih rendah dari harga belinya. Umumnya strategi tersebut diterapkan investor-investor besar/institusional.

c. Membeli Saham-saham Tidur

Strategi membeli saham-saham tidur maksudnya membeli saham-saham yang tidak aktif, karena biasanya saham-saham yang tidak aktif sering luput dari perhatian orang banyak, sehingga cenderung harganya murah. Tipe pemodal yang sabar cocok membeli saham-saham yang tidak aktif tersebut, sebab pada umumnya potensi keuntungan pada saham yang demikian ini akan nampak dalam jangka waktu yang lama.

d. Strategi Konsentrasi Pada Industri

Investor yang memusatkan perhatiannya pada perkembangan industri tertentu, karena lebih mengetahui kondisi, mekanisme kerja dari perusahaan yang

---

<sup>41</sup> Hendy M. Fakhruddin, **Istilah Pasar Modal A-Z**, PT Elex Media Komputindo, Jakarta, 2008, hlm.29.



berada pada industri tersebut, tren industri dan sebagainya. Strategi investasi dengan cara ini adalah memilih saham-saham yang terbaik pada industri tersebut.

### C. Tinjauan Umum Tentang Transaksi *Dark Pool*

#### 1. Pengertian *Dark Pool*

Pengertian mengenai *dark pool* sendiri berbeda-beda. Namun pada prinsipnya *dark pool* merupakan sistem alternatif perdagangan luar bursa (ATS) yang tidak menerapkan prinsip keterbukaan. Sebagaimana dijelaskan bahwa :

*“Dark pools are an ominous-sounding term for private exchanges or forums for trading securities; unlike stock exchanges, dark pools are not accessible by the investing public. Also known as “dark pools of liquidity,” they are so named for their complete lack of transparency. Dark pools came about primarily to facilitate block trading by institutional investors, who did not wish to impact the markets with their large orders and consequently obtain adverse prices for their trades”.*<sup>42</sup>

Dari pengertian diatas, *dark pool* merupakan istilah yang untuk transaksi atau forum untuk perdagangan sekuritas, berbeda dengan yang terjadi pada bursa saham, *dark pool* tidak dapat diakses oleh investor publik. *dark pool* dikenal juga sebagai *dark liquidity*, dinamakan demikian karena kurang adanya transparansi atau keterbukaan pada sistem tersebut. *Dark pool* muncul sebagai wadah untuk memfasilitasi perdagangan blok oleh investor institusi, yang tidak ingin mempengaruhi pasar dengan pesanan besar mereka yang akan mengakibatkan timbulnya harga yang merugikan untuk perdagangan mereka.

Menurut Quod Financial *dark pool* merupakan sistem perdagangan otomatis yang dapat menempatkan aliran pesanan dari pembeli dan penjual tanpa

---

<sup>42</sup> <http://www.investopedia.com/articles/markets/050614/introduction-dark-pools.asp>, diakses pada tanggal 9 Februari 2017

memperlihatkan penawaran dan permintaan kepada publik. Pada intinya, *dark pool* merupakan sistem alternatif perdagangan di luar bursa yang tidak menerapkan prinsip keterbukaan, yang terutama ditujukan bagi investor institusi besar yang ingin melakukan penjualan dalam jumlah besar (*block sale*). Sistem ini mengakomodasi aksi jual dalam volume besar yang akan dilakukan investor tanpa harus memengaruhi harga saham di pasar.<sup>43</sup>

Kehadiran mekanisme perdagangan untuk transaksi pasar negosiasi yang dikenal sebagai transaksi *dark pool* ini menjadi tantangan tersendiri bagi regulator. Hal ini juga disampaikan dalam *Final Report IOSCO* pada bulan Mei 2011, yang menyebutkan bahwa :<sup>44</sup>

*“As noted in the introduction, non-transparent pools of liquidity are not a new phenomenon. They have existed for many years, for example, on the floors of manual exchanges and in the upstairs market, where dealers negotiate the execution of large block trades between clients and through the use of their own capital. Dark liquidity has long been used as a way for traders to preserve anonymity and execute orders with minimal market impact. What is new is the automation of dark pools, the widespread availability and the evolution of their use (e.g. for smaller orders at least in some jurisdictions)”*.

Penyampaian IOSCO tersebut memberikan keterangan bahwa kehadiran *dark pool* ini bukanlah hal yang benar-benar baru. Beberapa kegiatan yang tidak menerapkan prinsip keterbukaan dalam bertransaksi efek sudah dilakukan beberapa tahun yang lalu, contohnya dalam transaksi di lantai bursa, dimana *dealer* mencoba untuk bernegosiasi untuk melakukan eksekusi blok perdagangan besar dengan klien.

<sup>43</sup> <http://www.neraca.co.id/article/23610/lindungi-investor-ojk-didesak-atur-soal-dark-pool> , diakses pada 28 Oktober 2016.

<sup>44</sup> FR06-11 *Principles for Dark Liquidity* dalam <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>, diakses pada 28 Oktober 2016.



*Dark liquidity* telah lama digunakan sebagai cara bagi para perantara pedagang efek untuk menjaga anonimitas dan mengeksekusi perintah klien dengan meminimalisir dampak pada pasar. Hal baru yang terjadi adalah *dark pool* sudah dapat dilakukan secara otomatis atau melalui media elektronik, semakin menyebar luas, dan penggunaannya bukan hanya untuk eksekusi perdagangan besar, namun juga untuk pesanan kecil.

Beberapa alasan mengenai adanya perdagangan *dark pool* ini dikemukakan oleh Ravikiran Achuthakumar sebagai berikut :

1. *Trades can be processed anonymously, without impacting the price.*
2. *Dark liquidity is generally used to try and reduce market impact when trading large orders.*
3. *Dark liquid pools are becoming the execution destination of choice for increase number of buyeers and sellers because of their increased liquidity nowadays and also able to provide lower transaction costs while providing anonymity of the trader.*
4. *Dark pools of liquidity have existed for some time, but it is now rhat technology has made it easier to access them, the value of accessing as much liquidity as possible has been understood.*
5. *Dark pools offer flexibility to customers and are particulary popular with brokers who use computer-executed strategies.*
6. *More recently, dark pools also make it easier to trade small-or mid-cap stocks, which are often lower-profile companies that, because they are less liquid, are harder to trade publicly.*<sup>45</sup>

Dari pernyataan diatas, dapat dilihat bahwa terdapat beberapa alasan mengapa *dark pool* begitu diminati. Beberapa alasan tersebut antara lain :

---

<sup>45</sup> Ravikiran Achuthakumar, *Dark pools of Liquidity Understanding and Technology dependencies for the future*, termuat dalam [http://www.wipro.com/documents/insights/whitepaper/dark\\_pools\\_of\\_liquidity\\_understanding\\_and\\_technology\\_dependencies\\_for\\_the\\_future.pdf](http://www.wipro.com/documents/insights/whitepaper/dark_pools_of_liquidity_understanding_and_technology_dependencies_for_the_future.pdf), di akses pada tanggal 28 Oktober 2016.



1. Transaksi dapat diproses tanpa nama atau dengan kata lain tanpa adanya transparansi dan untuk itu transaksi tidak mempengaruhi harga.
2. Likuiditas gelap umumnya digunakan untuk mencoba dan mengurangi dampak pasar ketika pesanan dalam transaksi tersebut dalam jumlah yang besar.
3. *Dark pool* menjadi salah satu pilihan yang bertujuan untuk meningkatkan jumlah pemberli dan penjual, hal ini dikarenakan peningkatan likuiditas atas transaksi mereka yang mampu memberikan biaya transaksi yang lebih rendah dan tidak adanya transparansi atau anonimitas dari pedagang.
4. *Dark liquidity* telah ada dalam beberapa waktu yang lalu, tetapi sekarang teknologi telah membuat transaksi ini dapat dilakukan dengan lebih mudah untuk mengaksesnya.
5. *Dark pool* menawarkan fleksibilitas kepada kliennya dan biasanya dilakukan oleh broker yang telah mengetahui dengan baik metode ini dengan menggunakan teknologi komputer.
6. Baru-baru ini, *dark pool* juga membuat kemudahan untuk perdagangan saham kecil atau pertengahan, yang mana sering dilakukan oleh perusahaan yang masih memiliki profil perusahaan yang rendah , karena mereka kurang likuid, lebih sulit untuk melakukan publisitas.

Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa *dark pool* timbul karena perusahaan-perusahaan pialang yang melihat kebutuhan para pelaku pasar akan pilihan perdagangan alternatif yang dapat menyesuaikan dengan kebutuhan para pelaku pasar.

## 2. Sejarah *Dark Pool*

Transaksi ini pertama kali dibuka pada tahun 1986 ketika Instinet memulai untuk menawarkan kepada klien mereka kemampuan untuk melakukan pertukaran secara elektronik blok saham dengan tidak mencantumkan nama di luar bursa. Pada prinsipnya jika investor ingin melakukan pertukaran blok saham besar di luar lantai bursa mereka dapat menghubungi broker yang khusus dalam perdagangan blok. Kemudian broker tersebut akan menghubungi pemilik modal lain untuk kemudian dicocokkan dengan pesanan yang tersedia atau yang ada.

Pertengahan tahun 1987 ITG memulai dengan POSITnya. Mereka memulai dengan cara kerja yang sangat mirip dengan *crossing* Instinet. Dengan adanya kombinasi dan tidak adanya informasi *pre-trade* terbukti dan menjadi populer dikalangan klien institusional dan dalam waktu singkat, baik POSIT maupun Instinet telah memperdagangkan 10 juta saham setiap harinya.

Dengan semua kesuksesan atas idenya tersebut, Instinet langsung mendapatkan banyak pesaing baik di Amerika Serikat maupun di seluruh dunia. Firma lain seperti Nyfix, Pipeline, dan Liquidnet membuat perdagangan blok *dark pool* dengan bermacam-macam inovasi yang ditujukan untuk menarik likuiditas. Pesaing tersukses adalah Liquidnet, mereka bekerja dengan vendor OMS untuk

membuat teknologi *unique blotter sweeping* itu menjadikan dark pool untuk melihat semua perdagangan beli tanpa terikat dengan arus pesanan.

Untuk mendapatkan hasil yang lebih baik dalam persaingan pasar yang semakin kompetitif, ITG melakukan percobaan dengan memperkenalkan *countinous match* bernama Posit Now di 2002. *Countinous match* ini memperkenalkan semua, baik yang berasal dari perdagangan langsung, maupun dari *direct market access* (DMA).

Sampai sekarang perkembangan transaksi *dark pool* semakin berkembang ke setiap negara dengan berbagai macam jenis baru dalam pesanan gelap.<sup>46</sup>

### 3. Jenis-jenis Transaksi *Dark Pool*

Di dalam pasar modal, dikenal terdapat tiga jenis perdagangan *dark pool* . Pembagian jenis dalam transaksi ini dibedakan berdasarkan pelaku utama yang melakukannya. Ketiga jenis transaksi ini adalah sebagai berikut:<sup>47</sup>

#### a. *Broker-dealer owned*

Pada transaksi ini, para *broker-dealer* memposisikan dirinya sebagai klien mereka. Dapat dikatakan bahwa *broker-dealer* berperan sebagai pelaku utamanya, dan bahkan memungkinkan mereka untuk memperdagangkan saham miliknya. Pada jenis transaksi *dark pool* ini, menemukan atau mendapatkan harga dari aliran *order* ( *order flow* ).

Sehingga dalam transaksi ini menimbulkan unsur penemuan harga yang

<sup>46</sup> BMO Capital Market, *Dark pools and Liquidity What is all the fuss about?* dalam [http://qes.bmocm.com/papers/7\\_BMO\\_DarkPools.pdf](http://qes.bmocm.com/papers/7_BMO_DarkPools.pdf) diakses pada 28 Oktober 2016.

<sup>47</sup> <http://www.investopedia.com/articles/markets/050614/introduction-dark-pools.asp>, diakses pada tanggal 2 Februari 2017 pukul 16.05 WIB.



dilakukan oleh *broker-dealer* sendiri. Contoh *broker-dealer* dalam transaksi *dark pool* adalah Credit Suisse CrossFinder, Goldman Sachs 'Sigma X, Citi Citi, dan Morgan Stanley MS Pool.

b. *Agency broker or exchange-owned*

Pada jenis transaksi ini, *dark pool* bertindak sebagai agen, bukan sebagai pelaku utama. Karena pada jenis ini harga yang terjadi berasal dari bursa, sehingga tidak ada unsur penemuan harga yang dibuat oleh *broker*. Contoh agen broker *dark pool* adalah Instinet, Liquidnet, dan ITG Posit.

c. *Electronic market makers*

Ini adalah salah satu jenis *dark pool* yang ditawarkan oleh operator independen seperti Getco dan Knight, yang beroperasi sebagai pelaku utama bagi akun mereka sendiri. Seperti pada jenis *broker-dealer*, mereka sendiri yang akan menemukan *price discovery* atau penemuan harga transaksi, sehingga bukan dihitung dari bursa.

## **D. Tinjauan Umum Tentang Perlindungan Hukum**

### **1. Pengertian Perlindungan Hukum**

Hukum merupakan bagian yang tidak mungkin terlepas dari kehidupan manusia. Dalam kehidupan bermasyarakat, hukum berfungsi untuk mengatur kehidupan manusia. Untuk itu dengan adanya hukum diharapkan mampu untuk dapat melaksanakan peran sebagai pengatur kehidupan manusia. Seperti adagium “*Ubi*

*Societas Ibi Ius*” yang berarti setiap ada masyarakat atau sekumpulan manusia pasti ada hukum.<sup>48</sup>

Hukum dapat berfungsi sebagai alat untuk memelihara ketertiban dan membantu dalam proses perubahan sosial yang terjadi di masyarakat. Oleh sebab itu hukum dapat diartikan secara luas. Menurut Mochtar Kusumaatmadja, hukum tidak hanya berupa asas-asas dan kaidah-kaidah yang mengatur kehidupan manusia dalam masyarakat melainkan meliputi juga lembaga-lembaga (*institutions*) dan proses-proses yang mewujudkan berlakunya kaidah-kaidah tersebut dalam kenyataan.<sup>49</sup>

Ada beberapa pengertian dari beberapa ahli hukum mengenai perlindungan hukum, yaitu :

- 1) Perlindungan hukum memberikan pengayoman kepada hak asasi seorang manusia yang telah dirugikan oleh orang lain dan perlindungan tersebut diberikan kepada seorang manusia agar mereka dapat segala hak yang telah diberikan oleh hukum.<sup>50</sup>
- 2) Perlindungan hukum merupakan perlindungan terhadap harkat dan martabat manusia, serta pengakuan terhadap hak-hak yang dimiliki oleh setiap subjek hukum dalam negara hukum berdasarkan ketentuan hukum dari kesewenangan.<sup>51</sup>

<sup>48</sup> Sudikno Mertokusumo, **Mengenal Hukum Suatu Pengantar**, Liberty, Yogyakarta, 1999, hlm. 46.

<sup>49</sup> Mochtar Kusumaatmadja, **Konsep-konsep Hukum Dalam Pembangunan**, PT. Alumni, Bandung, hlm.30.

<sup>50</sup> Satjipto Raharjo, **Penyelenggaraan Keadilan dalam Masyarakat yang sedang Berubah**, Jurnal Masalah Hukum.

<sup>51</sup> Philipus M. Hadjon, **Perlindungan Hukum Bagi Rakyat di Indonesia**, Bina Ilmu, Surabaya, 1987, hlm. 15.

- 3) Perlindungan Hukum merupakan berbagai upaya yang harus diberikan oleh setiap aparat penegak hukum untuk memberikan rasa aman, baik fisik maupun pikiran seorang subjek hukum dari berbagai ancaman dari pihak manapun.
- 4) Perlindungan Hukum merupakan kumpulan peraturan atau kaidah yang dapat melindungi seseorang dari berbagai hal. Apabila dikaitkan dengan konsumen maka hukum memberikan perlindungan terhadap hak-hak pelanggan dari suatu yang mengakibatkan tidak terpenuhinya hak-hak tersebut.
- 5) Perlindungan Hukum merupakan penyempitan dari makna perlindungan itu sendiri, dalam hal ini perlindungan diberikan oleh hukum saja. Perlindungan hukum yang diberikan terkait dengan hak dan kewajiban yang dimiliki oleh setiap manusia sebagai subjek hukum dalam berinteraksi dengan sesama manusia juga dengan lingkungannya. Pada prinsipnya, manusia sebagai subjek hukum memiliki hak dan kewajiban untuk melakukan suatu perbuatan hukum.<sup>52</sup>

Menurut beberapa pendapat para ahli, hukum mempunyai 4 fungsi yaitu :<sup>53</sup>

- 1) Hukum sebagai pemelihara ketertiban
- 2) Hukum sebagai sarana penegak keadilan
- 3) Hukum sebagai sarana pembangunan

<sup>52</sup> CST Kansil, **Pengantar Ilmu Hukum dan Tata Hukum Indonesia**, Balai Pustaka, Jakarta, 1989, hlm 33.

<sup>53</sup> Op.cit., hlm. 60.



#### 4) Hukum sebagai sarana pendidikan masyarakat

Hukum berfungsi sebagai perlindungan bagi manusia. Hukum harus dilaksanakan agar kepentingan manusia terlindungi. Apabila hukum dilaksanakan dengan baik maka akan tercapai rasa aman dan damai, namun keadaan sebaliknya juga dapat terjadi apabila terjadi suatu pelanggaran hukum. Dalam hal ini hukum yang ada harus dapat ditegakkan.

## 2. Prinsip Perlindungan Hukum

Menurut sejarah dari barat lahirnya konsep-konsep tentang pengakuan dan perlindungan bagi setiap hak asasi manusia ditujukan kepada pembatasan-pembatasan dan peletakan kewajiban masyarakat dan pemerintah, hal inilah yang menjadi prinsip perlindungan hukum terhadap tindakan pemerintah yaitu berdasarkan konsep tentang pengakuan dan perlindungan terhadap hak-hak asasi manusia.

Dalam konsep barat tentang hak asasi manusia terdapat aspek dominan yang menekankan eksistensi hak dan kebebasan yang melekat pada kodrat setiap orang dan statusnya sebagai individu, hak tersebut berada di atas segala organisasi politik maupun negara yang bersifat mutlak sehingga tidak dapat diganggu oleh sesuatu apapun. Karena konsep ini pula sering kali dikatakan bahwa konsep barat terkait dengan hak asasi manusia dikatakan adalah konsep yang individualistis. Setelah masuknya hak-hak sosial, hak ekonomi, serta hak kultural terdapat kecenderungan pelunturan nilai individualistis dari konsep hak asasi barat.

Di Indonesia dalam merumuskan prinsip-prinsip perlindungan hukum berlandaskan dengan ideologi bangsa, yaitu Pancasila. Berbeda dengan konsep perlindungan hukum bagi rakyat di Barat yang bersumber pada konsep *rechtstaat* dan

“*Rule of The Law*” . Dengan menggunakan konsep Barat sebagai suatu kerangka atau ide berfikir dengan tetap memegang teguh pada landasan Pancasila, prinsip perlindungan hukum di Indonesia adalah prinsip perlindungan terhadap harkat dan martabat seseorang yang bersumber pada Pancasila. Begitu juga dengan prinsip perlindungan hukum terhadap tindak pemerintah yang berasal dari konsep tentang pengakuan dan perlindungan terhadap hak-hak asasi manusia diarahkan kepada pembatasan-pembatasan dan peletakan kewajiban setiap manusia dan pemerintah.<sup>54</sup>

### 3. Sarana Perlindungan Hukum

Terdapat 2 (dua) macam sarana perlindungan hukum, yaitu :

#### a. Sarana Perlindungan Hukum Preventif

Pada perlindungan hukum preventif bertujuan untuk mencegah terjadinya sengketa. Oleh karena itu, setiap subjek hukum diberikan kesempatan untuk mengajukan pendapat dan keberatan sebelum suatu putusan pemerintah mendapat bentuk yang definitif. Perlindungan hukum yang bersifat preventif sangat besar artinya bagi tindakan pemerintah yang berdasar pada kebebasan dalam melakukan suatu tindakan. Hal ini dikarenakan dengan adanya perlindungan hukum yang bersifat preventif pemerintah terdorong untuk bersifat hati-hati dalam mengambil setiap keputusan.

#### b. Sarana Perlindungan Hukum Represif

Pada perlindungan hukum yang bersifat represif bertujuan untuk menyelesaikan sengketa. Salah satu media perlindungan hukum represif adalah

---

<sup>54</sup> Philipus M. Hadjon, **Perlindungan Hukum Bagi Rakyat di Indonesia**, Bina Ilmu, Surabaya, 1987, hlm. 38.

mengajukan gugatan kepada Pengadilan Umum ataupun menyelesaikan permasalahan melalui media penyelesaian sengketa yang lain. Selain prinsip perlindungan hukum terhadap tindakan pemerintah yang terkait dengan pengakuan dan perlindungan terhadap setiap hak asasi manusia, prinsip yang mendasari perlindungan hukum terhadap tindakan pemerintah adalah prinsip negara hukum. Dalam hal ini pengakuan dan perlindungan terhadap setiap hak manusia mendapat tempat utama dan terkait dengan tujuan daripada konsep negara hukum itu sendiri.

**Tabel 2.1**  
**Perbandingan Sarana Perlindungan Hukum**

Pembanding	Preventif	Represif
Pengertian	Perlindungan Hukum yang memberikan kesempatan pada setiap orang untuk mengajukan pendapat dan keberatannya sebelum adanya putusan yang bersifat definitif.	Perlindungan Hukum yang dilakukan ketika terdapat suatu permasalahan yang sudah terjadi.
Tujuan	Bertujuan untuk mencegah pelanggaran hukum yang menyebabkan terjadinya sengketa hukum.	Menyelesaikan permasalahan hukum yang terjadi di dalam suatu negara hukum.

Apabila dikaitkan dengan pasar modal, maka bentuk perlindungan hukum telah menjadi kewenangan Bapepam (sebelum adanya OJK) sebagaimana diatur dalam undang-undang pasar modal bahwa perlindungan hukum yang dilakukan OJK bersifat preventif maupun represif, yang antara lain :

- a. Upaya yang bersifat preventif, diwujudkan dalam bentuk aturan, pedoman, pembimbingan dan pengarahan.



- b. Upaya-upaya yang bersifat represif, diwujudkan dalam bentuk pemeriksaan, penyidikan, dan pengenaan sanksi.<sup>55</sup>



<sup>55</sup> Penjelasan Pasal 3 Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1995 Nomor 64, Tambahan Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 3608.

### BAB III

## METODE PENELITIAN

#### A. Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian yuridis normatif. Penelitian normatif adalah suatu penelitian di bidang hukum untuk menemukan aturan-aturan hukum, serta doktrin-doktrin hukum untuk menjawab permasalahan hukum yang ada.<sup>56</sup>

Penulis menggunakan penelitian yuridis normatif ini dengan pertimbangan bahwa fokus utama penelitian ini adalah untuk menganalisis perlindungan hukum bagi investor dalam transaksi *dark pool* di Indonesia.

#### B. Pendekatan Penelitian

Pendekatan masalah merupakan proses pemecahan atau penyelesaian masalah melalui tahap yang telah ditentukan sehingga tercapai tujuan penelitian.<sup>57</sup> Pendekatan penelitian yang dilakukan oleh Penulis antara lain :

1. Pendekatan Perundang-Undangan (*Statute Approach*)

Pendekatan ini dilakukan dengan menelaah dan menganalisis peraturan-peraturan hukum yang terkait dengan perlindungan hukum bagi investor dalam transaksi *dark pool* di Indonesia.

2. Pendekatan Perbandingan

Pendekatan ini dilakukan dengan cara membandingkan produk ataupun sistem pengaturan hukum yang terkait *dark pool* di Indonesia dengan di negara lain. Pendekatan perbandingan ini sangat diperlukan untuk

<sup>56</sup> Peter Mahmud Marzuki, **Penelitian Hukum**, Kencana Prenada Media Group, Jakarta, 2005, hlm 35.

<sup>57</sup> Zainuddin Ali, op.cit. hal. 17.

mengetahui perbedaan aturan terkait perlindungan hukum bagi investor terkait dengan transaksi *dark pool* di Indonesia dengan negara lain, seperti Amerika.

### C. Jenis dan Sumber Bahan Hukum

#### 1. Bahan Hukum Primer

Bahan hukum primer merupakan seluruh kaidah hukum yang dibentuk dan/atau dibuat secara resmi oleh pemerintah, yang akan diupayakan berdasarkan daya paksa oleh aparat negara.<sup>58</sup> Bahan hukum primer adalah bahan hukum yang mempunyai otoritas (bersifat autoritatif).<sup>59</sup> Bahan hukum primer dalam penelitian ini berupa peraturan perundang-undangan yang terkait dengan perlindungan hukum dalam transaksi *dark pool* di dalam kegiatan Pasar Modal, yang terdiri dari :

- a. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal;
- b. Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan;
- c. Peraturan BAPEPAM LK No. IIIA.10 Tentang Transaksi Efek;
- d. Peraturan Bapepam Nomor X.M.3 Tentang Pelaporan Transaksi Efek;
- e. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.
- f. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.20/POJK.04/2016 tentang Perizinan Perusahaan Efek yang Melakukan Kegiatan Usaha sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek;

<sup>58</sup>Soetandyo Wignjosoebroto, **Hukum Konsep dan Metode**, Setara Press, Malang, 2013, hlm. 67.

<sup>59</sup> Zainuddin Ali, op.cit., hlm. 47.



- g. *Securities and Exchange Commission Act 1934*
- h. *Canadian National Instrumen 21-101 Marketplace Operation*
- i. *Canadian National Instrumen 23-101 Trading Rules*

## 2. Bahan Hukum Sekunder

Bahan hukum sekunder yang penulis gunakan dalam penelitian ini adalah bahan hukum yang memberikan penjelasan mengenai bahan hukum primer yang terkait fokus penelitian. Baik berbentuk pendapat para ahli (doktrin), karya ilmiah, makalah dan lain-lain yang terkait dengan penelitian ini.

## 3. Bahan Hukum Tersier

Bahan hukum tersier merupakan bahan hukum yang memberikan petunjuk dan penjelasan terhadap bahan-bahan hukum sekunder.<sup>60</sup> Bahan hukum tersier adalah bahan hukum yang memberikan kemudahan atas pemahaman dari bahan-bahan hukum yang lainnya. Bahan hukum tersier yang digunakan sebagai pelengkap dari penelitian ini adalah Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI).

## D. Teknik Penelusuran Bahan Hukum

Teknik penelusuran bahan hukum dalam pengumpulan bahan hukum yang diperlukan dalam penelitian penulis adalah sebagai berikut:

### 1. Studi Kepustakaan

Bahan hukum dalam penelitian ini diperoleh dengan cara melakukan penelusuran keustakaan, yang diperoleh dari:

- a. Perpustakaan Pusat Universitas Brawijaya

---

<sup>60</sup> Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, **Penelitian Hukum Normatif : Suatu Tujuan Singkat**, PT Raja Grafindo Persada, Jakarta, 2014, hlm. 13.

- b. Pusat Dokumentasi dan Informasi Hukum (PDIH) Fakultas Hukum Universitas Brawijaya.

## 2. Akses Internet

Bahan hukum dalam penelitian ini diperoleh dengan cara mengakses situs-situs dalam jaringan yang terkait dengan permasalahan penelitian.

### E. Teknik Analisis Bahan Hukum

Pada penelitian hukum normatif, pengolahan data hakikatnya kegiatan untuk mengadakan sistematisasi terhadap bahan-bahan hukum tertulis. Sistematisasi berarti membuat klasifikasi terhadap bahan-bahan hukum tertulis tersebut untuk memudahkan pekerjaan analisis dan konstruksi.<sup>61</sup>

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah kualitatif, yaitu suatu metode analisis data deskriptif analitis yang mengacu pada suatu masalah tertentu kemudian dikaitkan dengan dengan pendapat pakar hukum maupun berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.<sup>62</sup>

Kegiatan yang dilakukan dalam analisis data tersebut, yaitu:

1. Mengumpulkan berbagai bahan hukum baik primer, sekunder, dan tersier. Dalam bahan hukum primer, kegiatan yang dilakukan adalah memilih pasal-pasal dalam berbagai peraturan perundang-undangan yang terkait dengan penelitian hukum ini. Selanjutnya pada bahan hukum sekunder, dilakukan pengumpulan bahan dari buku-buku atau kepustakaan dan jurnal-jurnal hukum elektronik yang terkait.

<sup>61</sup> Peter Mahmud Marzuki, opo, cit, hlm. 251-252.

<sup>62</sup> Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, **Penelitian Hukum Normatif suatu Tinjauan Singkat**, Rajawali Press, Jakarta, 1990, hlm. 29.

Dalam bahan hukum tersier, mengumpulkan berbagai kamus untuk menunjang hal-hal yang dianggap perlu untuk diartikan secara teoritis.

2. Mengolah data dari ketiga bahan hukum yang telah dikumpulkan.
  - d. Pada bahan hukum primer digunakan analisis terhadap peraturan Perundang-Undangan yang terkait dengan *dark pool* di berbagai peraturan Perundang-Undangan.
  - e. Pada bahan hukum sekunder digunakan analisis terhadap berbagai sumber buku atau kepustakaan para pakar hukum juga jurnal-jurnal hukum terkait sehingga menghasilkan sinkronisasi dengan bahan hukum primer.
  - f. Pada bahan hukum tersier digunakan analisis terhadap kamus sebagai awal untuk memberikan suatu pengertian.
3. Melakukan interpretasi terhadap ketiga bahan hukum tersebut, yang menggunakan metode interpretasi gramatikal dan interpretasi ekstentif.
  - a. Penafsiran tata bahasa (gramatikal) adalah berdasarkan ketentuan yang terdapat di peraturan perundang-undangan ditafsirkan dengan berpedoman pada arti perkataan menurut tata bahasa atau menurut kebiasaan.<sup>63</sup>
  - b. Penafsiran ekstentif dilakukan dengan memperluas arti kata-kata yang terdapat dalam suatu peraturan perundang-undangan.<sup>64</sup>

#### **F. Definisi Konseptual**

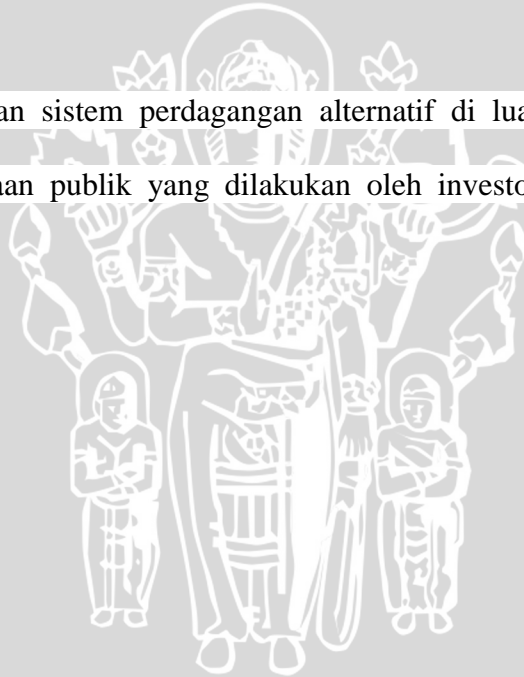
Dalam penelitian ini, penulis menggunakan beberapa definisi konseptual sebagai kata kunci yaitu sebagai berikut:

<sup>63</sup> C.S.T. Kansil, **Pengantar Ilmu Hukum**, Balai Pustaka, Jakarta, 2002, hlm.36

<sup>64</sup> C.S.T. Kansil, op.cit hlm 40



- 1) Perlindungan Hukum merupakan serangkaian aturan atau kaidah yang dapat melindungi seseorang dari berbagai hal. Dengan demikian hukum memberikan perlindungan terhadap hak-hak seseorang dari suatu yang mengakibatkan tidak terpenuhinya hak-hak tersebut.
- 2) Investor adalah pihak yang menanamkan modalnya dengan cara membeli surat berharga yang ditawarkan oleh emiten dengan tujuan mendapatkan keuntungan.
- 3) Transaksi merupakan kegiatan yang dilakukan seseorang yang menimbulkan perubahan terhadap harta atau keuangan yang dimiliki baik itu bertambah ataupun berkurang.
- 4) *Dark pool* merupakan sistem perdagangan alternatif di luar bursa yang tidak melakukan keterbukaan publik yang dilakukan oleh investor melalui perantara pedagang efek.



## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam menganalisa perlindungan hukum bagi investor dalam transaksi *dark pool* di Indonesia, maka perlu diketahui terlebih dahulu mengenai ketentuan-ketentuan hukum pasar modal yang dapat dijadikan dasar atau alasan adanya transaksi ini di Indonesia. Kemudian akan dianalisis berbagai aturan yang terkait dengan perlindungan hukum bagi investor dalam transaksi *dark pool*, serta membandingkan ketentuan hukum mengenai *dark pool* yang ada di Indonesia dengan Amerika.

#### A. Ketentuan Dalam Hukum Pasar Modal Dalam Kaitannya Dengan Transaksi

##### *Dark Pool* Di Indonesia

Bicara mengenai ketentuan transaksi *dark pool* di Indonesia, maka sebelumnya akan melihat pada ketentuan transaksi efek di luar bursa. Hal ini disebabkan karena transaksi *dark pool* pada dasarnya juga dilakukan di luar bursa. Namun terdapat beberapa perbedaan antara mekanisme transaksi *dark pool* dengan transaksi di luar bursa pada umumnya.

Transaksi di luar bursa merupakan salah satu transaksi yang dapat terjadi dalam kegiatan perdagangan efek. Hal ini diatur dalam Penjelasan Pasal 90 Undang-undang Pasar Modal bahwa kegiatan perdagangan efek adalah kegiatan yang meliputi kegiatan penawaran, pembelian, dan atau penjualan Efek yang terjadi dalam rangka

penawaran umum, atau terjadi di bursa efek, maupun kegiatan penawaran, pembelian dan atau penjualan efek di luar bursa efek atas efek emiten atau perusahaan publik.<sup>65</sup>

Penjelasan Pasal 90 Undang-undang Pasar Modal tersebut membuktikan bahwa di Indonesia transaksi perdagangan efek dapat dilakukan baik di dalam maupun di luar bursa efek. Perdagangan efek di luar bursa atau yang biasa disebut perdagangan *over the counter* adalah sistem perdagangan efek dimana para pihak *broker* bernegosiasi satu sama lain secara langsung namun tidak melalui penawaran di bursa. Perdagangan ini dapat terjadi melalui jaringan elektronik seperti komputer dan telepon yang kemudian menghubungkan pihak *broker over the counter*. Dalam perdagangan efek di luar bursa, efek yang biasanya diperjual belikan adalah saham dan obligasi.<sup>66</sup>

Pada penejelasan Pasal 90 Undang-undang Pasar Modal, hanya mengatakan bahwa transaksi di luar bursa dapat terjadi di dalam kegiatan perdagangan efek, namun aturan tersebut tidak mampu menjelaskan bagaimana pengertian daripada transaksi efek di luar bursa itu sendiri. Untuk itu terdapat aturan lain yang mengatur mengenai pengertian transaksi efek di luar bursa.

Terdapat beberapa ketentuan mengenai transaksi efek di luar bursa saham di Indonesia. Beberapa peraturan mengenai transaksi di luar bursa tidak diatur secara khusus, namun menyebar dalam beberapa peraturan yang bersifat umum. Beberapa peraturan yang terkait dengan transaksi di luar Bursa adalah sebagai berikut :

---

<sup>65</sup> Pasal 90 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

<sup>66</sup> <http://www.wealthindonesia.com/wealth-growth-and-accumulation/over-the-counter-otc-dibes.html>, diakses pada 14 Desember 2016 pukul 09.00 WIB.



## 1. Peraturan Bapepam-LK Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek.

Salah satunya adalah Peraturan Bapepam-LK Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek. Peraturan ini memberikan pengertian mengenai transaksi di luar bursa yang diatur di dalam angka 1 huruf d yang menyebutkan bahwa:<sup>67</sup>

*“Transaksi di luar bursa adalah transaksi antar perusahaan efek atau antara perusahaan efek dengan pihak lain yang tidak diatur oleh bursa efek, dan transaksi antar pihak yang bukan perusahaan efek”.*

Transaksi efek yang dilakukan di luar bursa ini dinamakan transaksi *over the counter*. Dalam peraturan ini juga diatur beberapa kewajiban perusahaan efek dalam melakukan transaksi di luar bursa. Beberapa kewajiban tersebut tercantum dalam angka 5 yang mengatakan bahwa :<sup>68</sup>

### *“Transaksi di Luar Bursa*

- a. Perusahaan Efek yang melakukan Transaksi di Luar Bursa wajib mencatat Transaksi tersebut pada tanggal transaksi tersebut mulai mengikat.*
- b. Perusahaan Efek yang melakukan Transaksi di Luar Bursa wajib mencatat dalam rekening Gagal Terima atau Gagal Serah atas Efek untuk setiap keterlambatan penyelesaian transaksi tersebut pada tanggal yang ditentukan.*
- c. Perusahaan Efek yang melakukan Transaksi di Luar Bursa wajib mengirim konfirmasi atas Transaksi di Luar Bursa kepada Perusahaan Efek lain atau Pihak lain yang menjadi Pihak dalam Transaksi di Luar Bursa pada tanggal transaksi tersebut dilaksanakan”.*

Di dalam aturan tersebut dapat dilihat bahwa terdapat setidaknya 3 (tiga) kewajiban perusahaan efek dalam melakukan transaksi luar bursa. Kewajiban tersebut antara lain adalah kewajiban pencatatan atas transaksi yang terjadi,

<sup>67</sup> Angka 1 huruf d Peraturan Bapepam-LK Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek.

<sup>68</sup> Angka 5 Peraturan Bapepam-LK Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek.

pencatatan atas keterlambatan penyelesaian tersebut, dan pengiriman konfirmasi bahwa transaksi tersebut dilaksanakan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa setiap perusahaan efek wajib melakukan kewajiban-kewajiban diatas apabila melakukan transaksi efek diluar bursa.

## 2. Peraturan Bapepam Nomor X.M.3 Tentang Pelaporan Transaksi Efek

Pengertian transaksi efek berdasarkan Angka 1 huruf c adalah sebagai berikut:<sup>69</sup>

*“Transaksi Efek merupakan setiap aktivitas atau kontrak dalam rangka memperoleh, melepaskan, atau menggunakan Efek yang mengakibatkan terjadinya pengalihan kepemilikan atau tidak mengakibatkan terjadinya pengalihan kepemilikan”.*

Berdasarkan pengertian diatas, dapat diketahui bahwa setiap aktivitas baik yang mengakibatkan pengalihan kepemilikan maupun tidak mengakibatkan kepemilikan efek disebut dengan transaksi efek. Di dalam peraturan ini juga terdapat ketentuan yang memberikan kewajiban atas suatu transaksi efek yang diperdagangkan di pasar sekunder. Ketentuan tersebut berbunyi sebagai berikut :

### **Peraturan Bapepam X.M.3 Angka 5**

- a. *Dalam hal transaksi efek dilakukan di luar Bursa Efek dan transaksi efek tersebut dilakukan oleh atau melalui partisipan, maka pelaporan terhadap transaksi efek tersebut otomatis dilakukan oleh partisipan.*
- b. *Dalam hal transaksi efek dilakukan di luar Bursa Efek dan transaksi efek tersebut tidak dilakukan melalui partisipan namun penyelesaiannya dilakukan oleh partisipan, maka pelaporannya otomatis dilakukan oleh partisipan yang menyelesaikan transaksi tersebut.*
- c. *Dalam hal transaksi efek dilakukan di luar Bursa Efek dan transaksi efek serta penyelesaiannya tidak melalui partisipan, maka pelaporan atas transaksi efek tersebut wajib dilakukan melalui*

<sup>69</sup> Angka 1 huruf c Peraturan Bapepam X.M.3 Tentang Transaksi Efek



*partisipan yang ditunjuk oleh pihak yang melakukan transaksi efek tersebut.*<sup>70</sup>

Dalam aturan tersebut dapat dilihat bahwa Bapepam telah menentukan adanya kewajiban pelaporan yang harus dilakukan oleh partisipan apabila transaksi tersebut dilakukan oleh partisipan. Dalam Angka 13 Peraturan ini juga mengatur bahwa :

***Peraturan Bapepam X.M.3 Angka 13***

*“Partisipan wajib memuat dalam kontrak antara Partisipan dan nasabahnya mengenai ketentuan kewajiban nasabah untuk menyampaikan laporan Transaksi Efek di luar Bursa Efek setelah terjadinya transaksi tersebut”.*

Apabila dikaitkan dengan transaksi *dark pool*, maka transaksi *dark pool* juga dilakukan oleh partisipan, yaitu perantara perdagangan efek yang dalam hal ini adalah *broker-dealer*. Namun sayangnya dalam aturan ini hanya mengatur bahwa transaksi yang wajib dilaporkan hanyalah transaksi atas efek bersifat utang dan sukuk yang telah dijual melalui penawaran umum, Surat Berharga Negara, dan Efek lain yang ditetapkan oleh Ketua Bapepam dan LK (atau sekarang OJK) untuk dilaporkan, yang diperdagangkan di pasar sekunder. Dalam hal ini efek berupa saham yang diterbitkan oleh emiten atau perusahaan publik tidak diatur. Hal ini berarti tidak ada kewajiban pelaporan atas transaksi efek berupa saham yang dilakukan oleh *broker-dealer* kepada Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Mengenai kewajiban pembuatan kontrak antara partisipan dengan nasabahnya dan kewajiban nasabah untuk menyampaikan laporan Transaksi Efek di luar setelah terjadinya transaksi tersebut dilakukan, juga tidak dapat diterapkan dalam transaksi efek secara

---

<sup>70</sup> Angka 5 huruf b, c, d Peraturan Bapepam Nomor X.M.3 tentang Pelaporan Transaksi Efek.



*dark pool*. Maka dapat dikatakan bahwa sampai saat ini pun belum ada peraturan yang mengatur mengenai kewajiban pelaporan atas transaksi efek berupa saham yang dilakukan secara *dark pool* di Indonesia.

### 3. Ketentuan Keterbukaan

Prinsip keterbukaan informasi merupakan persoalan inti di Pasar Modal dan sekaligus jiwa dari Pasar Modal itu sendiri. Sebab keterbukaan tentang informasi yang mengandung fakta material sebagai jiwa Pasar Modal, didasarkan pada keberadaan prinsip keterbukaan informasi yang memungkinkan tersedianya bahan pertimbangan bagi investor, sehingga investor dapat secara rasional mengambil keputusan untuk melakukan pembelian atau penjualan saham. Oleh karena itu prinsip keterbukaan informasi telah menjadi fokus sentral dari Pasar Modal itu sendiri.<sup>71</sup>

Adapun tujuan dan fungsi dari ditegakkannya prinsip keterbukaan di Pasar Modal adalah :<sup>72</sup>

1. Menjaga Kepercayaan investor atau publik terhadap pasar modal. Jika investor tidak percaya kepada pasar modal, maka investor akan menarik modal mereka dari pasar dan perekonomian akan rusak.
2. Menciptakan mekanisme pasar yang efisien.
3. Mencegah penipuan. Menurut Barry A.K Rider, jika prinsip keterbukaan dijalankan dengan baik, maka kejahatan seperti penipuan sulit dilakukan

<sup>71</sup> Bismar Nasution, **Keterbukaan Hukum Pasar Modal**, Universitas Indonesia, Program Pasca Sarjana, Jakarta, 2001, hlm.15

<sup>72</sup> Adrian Sutedi, **Segi-Segi Hukum Pasar Modal**, Ghalia Indonesia, Jakarta, 2009, hlm 33-34

karena semua pihak memiliki serta memperoleh informasi secara akurat, tepat, dan rinci.

Di dalam prinsip keterbukaan ini, terdapat beberapa larangan untuk disampaikan kepada publik terkait keterbukaan informasi, yaitu sebagai berikut:<sup>73</sup>

1. Membuka informasi yang salah sama sekali;
2. Memberi informasi yang setengah benar;
3. Memberi informasi yang tidak lengkap;
4. Sama sekali diam terhadap suatu fakta atau informasi material yang seharusnya disampaikan kepada publik;
5. Memberitahukan informasi material yang belum diumumkan kepada publik.

Pasar modal dalam sistem hukum di Indonesia menganut prinsip keterbukaan sebagaimana yang diatur dalam Pasal 1 angka 25 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang mengatakan bahwa:

*“Prinsip Keterbukaan adalah pedoman umum yang mensyaratkan Emiten, Perusahaan Publik, dan Pihak lain yang tunduk pada undang-undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh Informasi Material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap Efek yang dimaksud dan/atau harga dari Efek tersebut”.*<sup>74</sup>

Di Indonesia, prinsip keterbukaan atau transparansi di terapkan guna terbentuk kontrol publik terhadap suatu kegiatan. Keterbukaan yang menyangkut peristiwa, informasi, kejadian, fakta yang sifatnya relevan, penting, dan material

<sup>73</sup> Munir fuady, op.cit, hlm 13

<sup>74</sup> Pasal 1 angka 25 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

adalah keterbukaan yang wajib disampaikan oleh emiten.<sup>75</sup> Keterbukaan informasi yang disampaikan oleh emiten dapat digunakan sebagai landasan bagi setiap pengambilan keputusan yang tepat dan rasional yang dapat diambil oleh investor untuk menanamkan dananya dalam setiap kegiatan pasar modal.

Pada dasarnya setiap transaksi perdagangan efek harus menganut prinsip keterbukaan, namun prinsip pelaksanaan *dark pool* berbeda dengan prinsip pasar modal yang dianut di Indonesia. Hal tersebut karena mekanisme transaksi perdagangan efek secara *dark pool* tidak menerapkan keterbukaan. Sehingga investor sulit untuk mendapat informasi yang lengkap serta sulit untuk menerapkan atau mengimplementasikan transaksi ini secara wajar, teratur, dan efisien. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa transaksi *dark pool* adalah transaksi yang tidak sesuai dalam ketentuan hukum pasar modal di Indonesia.

Secara definisi, transaksi *dark pool* memiliki persamaan dengan transaksi *over the counter*. Hanya yang membedakan dalam transaksi ini tidak memiliki asas keterbukaan atau transparansi. Seperti yang telah diuraikan dalam bab sebelumnya, bahwa terdapat terdapat tiga jenis perdagangan *dark pool* yang dapat dibedakan berdasarkan pelaku utama yang melakukannya. Ketiga jenis transaksi ini adalah *Broker-dealer owned*, *Agency broker or exchange-owned*, dan *Electronic market makers*. Pada dasarnya ketiga transaksi tersebut memiliki prinsip yang sama. Bahwa semua transaksi *dark pool* tersebut tidak memiliki prinsip keterbukaan. Namun jenis transaksi yang paling menimbulkan resiko adalah jenis transaksi *broker-dealer owned*. Hal tersebut dikarenakan, para nasabah atau dalam hal ini adalah investor

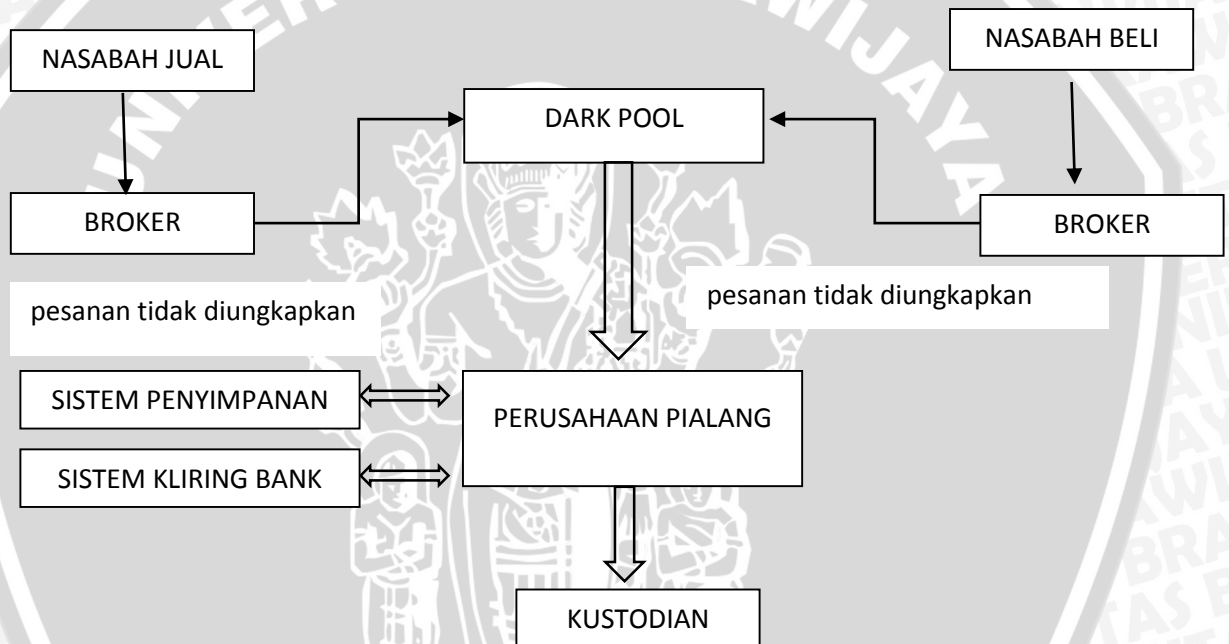
---

<sup>75</sup> Hamud M. Balfas, **Hukum Pasar Modal Indonesia**, Tata Nusa, Jakarta, 2006, hlm. 112



tidak dilibatkan sama sekali dalam menentukan saham yang akan dibelinya, para investor bahkan tidak tahu darimana saham tersebut berasal. Sehingga bukan tidak mungkin, harga yang terjadi tidak sesuai dengan keadaan yang sesungguhnya atau dapat dikatakan rawan manipulasi.<sup>76</sup> Berikut adalah metode atau cara kerja *dark pool* secara *broker-dealer owned* :

**Gambar 4.1**  
**Mekanisme transaksi *dark pool***<sup>77</sup>



Dalam transaksi *dark pool*, nasabah yang akan menjual atau membeli saham akan memasukan pesannya melalui media elektronik yang dapat digunakan untuk menjual atau membeli saham di harga yang diinginkan, dalam hal ini nasabah akan menghubungi broker yang memang merupakan broker *dark pool*. Pesanan tersebut

<sup>76</sup> Jurnal *Dark pools of liquidity understanding and technology dependencies for the future*, dalam [http://www.bitpipe.com/detail/RES/1242162760\\_464.html](http://www.bitpipe.com/detail/RES/1242162760_464.html), diakses pada 2 Februari 2016 pukul 13.00.

<sup>77</sup> Pialang Indoensia dalam [https://issuu.com/indossari/docs/02-pi\\_oktober\\_2012](https://issuu.com/indossari/docs/02-pi_oktober_2012) , diakses pada 13 November 2016.

diteruskan oleh broker tanpa transparansi. Broker-lah yang akan mencari harga jual atau beli yang sesuai dengan pesanan nasabahnya dalam jaringan *dark pool*. Ketika sudah menemukan harga yang sesuai, rincian transaksi tersebut diinformasikan untuk diproses oleh perusahaan pialang kepada pihak yang berkepentingan, yaitu pihak yang menyelenggarakan sistem penyimpanan dan bank yang menyelenggarakan sistem kliring.

Kemudian penyelesaian transaksi akan dilakukan oleh kustodian yang berwenang dalam transaksi tersebut. Konfirmasi perdagangan dan rincian perdagangan akan diberikan kepada kedua belah pihak yaitu nasabah beli dan nasabah jual. Para pelaku pasar lain tidak akan mengetahui mengenai informasi transaksi tersebut.

Ketentuan hukum terkait transaksi di luar bursa tidak dapat digunakan sebagai payung hukum untuk transaksi *dark pool* di Indonesia. Hal ini dikarenakan transaksi *dark pool* tidak menerapkan prinsip keterbukaan sebagaimana diatur dalam pasal 1 angka 25 UUPM. Ketentuan hukum di Indonesia hanya mengatur pengertian transaksi diluar bursa atau *over the counter* serta kewajiban pelaporan bagi transaksi efek yang bersifat utang atau sukuk. Maka dalam hal ini partisipan dalam transaksi *dark pool* tidak berkewajiban untuk memberikan pelaporan kepada OJK.

## **B. Perlindungan Hukum Bagi Investor Terkait dengan Transaksi *Dark Pool* di Indonesia.**

Perlindungan hukum merupakan sekumpulan aturan atau kaidah yang dapat melindungi seseorang dari berbagai hal.<sup>78</sup> Perlindungan hukum bagi setiap warga negara merupakan salah satu bentuk atau wujud dari upaya untuk menjamin hak asasi manusia. Dengan adanya perlindungan hukum, setiap warga negara dapat mempertahankan haknya dengan mengajukan tuntutan kepada negara apabila terdapat pelanggaran. Dengan begitu, tujuan hukum dapat diwujudkan dengan diterapkannya perlindungan hukum.

Apabila dikaitkan dengan hukum pasar modal, maka hukum dapat memberikan ketentuan serta payung hukum yang jelas bagi setiap transaksi pasar modal yang dilakukan. Dengan adanya hukum yang jelas, maka setiap pelaku pasar modal dapat melakukan kegiatan pasar modal sesuai dengan aturan yang berlaku. Apabila terdapat pelanggaran dalam ketentuan hukum pasar modal, maka seketika itu juga tiap-tiap pelaku pasar modal yang dirugikan dapat mengajukan tuntutan atas kerugian yang dideritanya, dan bagi pihak yang melakukan pelanggaran dapat dikenakan sanksi sesuai dengan hukum atau ketentuan yang mengatur mengenai hal itu.

Apabila dikaitkan dengan transaksi *dark pool* di Indonesia, maka sulit untuk dapat menyebutkan perlindungan apa yang dapat dilakukan. Hal ini dikarenakan belum adanya payung hukum bagi transaksi tersebut di Indonesia. Namun tetap saja harus ada perlindungan hukum bagi setiap pelaku transaksi ini, khususnya bagi

---

<sup>78</sup> Prof.Drs.C.S.T. Kansil,S.H, **Pengantar Ilmu Hukum Indonesia**, Rineka Cipta, 2011,hlm. 34.



investor. Hal ini dikarenakan ketidak adanya transparansi dalam transaksi *dark pool* membuat investor tidak mengetahui dengan baik informasi material terkait dengan efeknya, sehingga memungkinkan timbulnya harga yang tidak sesuai dengan keadaan, atau dapat dikatakan transaksi ini berpotensi terjadinya manipulasi.

Perlindungan hukum dalam transaksi pasar modal di Indonesia dilakukan oleh OJK, hal tersebut sesuai dengan apa yang disebutkan dalam pasal 5 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan sebagai berikut :

***Pasal 5 Undang-undang OJK :***

*“OJK berfungsi menyelenggarakan sistem pengaturan dan pengawasan yang terintegrasi terhadap keseluruhan kegiatan di dalam sektor jasa keuangan”.*

Apabila melihat ketentuan diatas, maka dapat dikatakan bahwa sektor pasar modal juga merupakan salah satu sektor keuangan yang wajib diawasi oleh OJK. Hal tersebut ditegaskan dalam Pasal 6 huruf b Undang-undang OJK bahwa lembaga otoritas ini berwenang dalam melaksanakan tugas pengaturan dan pengawasan terhadap sektor Pasar modal. Dengan demikian, OJK-lah yang berwenang membuat suatu peraturan mengenai transaksi efek dengan cara *dark pool* ini. Pada kenyataannya, ketentuan hukum mengenai *dark pool* hingga saat ini belum ada. Peraturan terkait ATS baru menjadi bahasan dalam Rancangan Undang-undang (RUU) tentang Perubahan atas UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Aturan tersebut tercantum dalam Pasal 30 ayat (3a) dan Pasal 41 A RUUPM.<sup>79</sup> Dalam RUU tersebut akan mengatur adanya penyedia sistem perdagangan alterntif (PSPA).

Dengan demikian OJK belum dapat menerapkan ketentuan terkait PSPA.

---

<sup>79</sup><http://www.hukumonline.com/berita/baca/lt54771301ba45b/ojk-sambut-baik-ruu-pasar-modal-masuk-draf-prolegnas-pemerintah>, diakses pada tanggal 10 februari 2017.

Seperti yang telah diuraikan sebelumnya bahwa upaya yang dilakukan dalam melakukan perlindungan hukum terbagi menjadi dua yaitu perlindungan hukum secara preventif dan represif, maka dalam pembahasan ini akan diuraikan secara satu-persatu.

## 1. Perlindungan Hukum Preventif

OJK menyadari bahwa disamping Bursa Efek, adanya kecenderungan pihak lain yang menyediakan dan menyelenggarakan sistem dan/atau sarana perdagangan efek (*market operator*).<sup>80</sup> Salah satu akibatnya adalah terjadinya transaksi *dark pool*. Untuk itu dalam menghadapi potensi yang mungkin terjadi dari transaksi ini, OJK telah mempunyai suatu ketentuan terkait keterbukaan bagi Perusahaan Publik atau emiten dalam menjalankan kegiatannya. Aturan ini dapat digunakan sebagai perlindungan preventif dari potensi *dark pool*. Ketentuan tersebut tercantum dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.

### 1.1. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik

Sebelumnya, pengertian mengenai informasi atau fakta material terdapat dalam Pasal 1 angka 7 Undang-Undang Pasar Modal, yaitu sebagai berikut:<sup>81</sup>

*“Informasi atau Fakta Material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga Efek pada Bursa*

<sup>80</sup> Hasil wawancara dengan Bpk. Indrawan Nugroho Utomo dari Otoritas Jasa Keuangan Malang pada tanggal 14 Januari 2017.

<sup>81</sup> Pasal 1 angka 7 Undang-Undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

*Efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut”.*

Dari pengertian yang telah dijelaskan diatas, memang sangat jelas bahwa informasi material berbeda dengan informasi biasa. Dimana informasi yang tidak mengandung unsur material tidak akan berdampak kepada harga efek pada bursa efek. Informasi material sangat penting bagi para investor sebelum mengambil keputusan dalam melakukan kegiatan transaksi efek.

Ketentuan hukum yang lebih rinci mengatur masalah keterbukaan atas informasi dalam pasar modal adalah Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik. Dalam peraturan tersebut OJK telah membuat suatu ketentuan bagi emiten atau perusahaan publik untuk menerapkan prinsip keterbukaan atas informasi atau fakta material dalam menjalankan kegiatannya dengan menyampaikan informasi tersebut kepada OJK.

Mengenai kewajiban penyampaian dan jenis informasi atau fakta material, daitur dalam Pasal 2 ayat (1) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 yang berbunyi sebagai berikut :<sup>82</sup>

*“Emiten atau Perusahaan Publik wajib menyampaikan laporan Informasi atau Fakta Material kepada Otoritas Jasa Keuangan dan melakukan pengumuman Informasi atau Fakta Material kepada masyarakat”.*

Sesuai pada pasal 2 ayat (1) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan yang disebutkan diatas, bahwa aturan mengenai keterbukaan atas informasi wajib

---

<sup>82</sup> Pasal 2 ayat (1) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik



disampaikan oleh setiap emiten dan perusahaan publik. Pada peraturan tersebut disebutkan bahwa setiap emiten dan perusahaan publik wajib untuk menyampaikan laporan dalam hal ini informasi yang dimaksud adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga Efek pada Bursa Efek dan/atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.<sup>83</sup> Kemudian informasi tersebut disampaikan pada otoritas yang berwenang yang dalam hal ini adalah Otoritas Jasa Keuangan. Setelah melakukan pelaporan, emiten atau perusahaan publik wajib untuk menyampaikan informasi tersebut kepada masyarakat melalui pengumuman.

Dalam Pasal 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.31/POJK.04/2015 dijelaskan berbagai informasi atau fakta material apa saja yang wajib untuk dilaporkan yang mana hal tersebut berdampak pada harga efek. Informasi atau Fakta material dalam Pasal 6 P.OJK No.31/POJK.04/2015 adalah sebagai berikut :<sup>84</sup>

*“Informasi atau Fakta Material sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 ayat (1) meliputi:*

- a. penggabungan usaha, pemisahan usaha, peleburan usaha, atau pembentukan usaha patungan;*
- b. pengajuan tawaran untuk pembelian Efek perusahaan lain;*
- c. pembelian atau penjualan saham perusahaan yang nilainya material;*
- d. pemecahan saham atau penggabungan saham;*
- e. pembagian dividen interim;*
- f. penghapusan pencatatan dan pencatatan kembali saham di Bursa Efek;*
- g. pendapatan berupa dividen yang luar biasa sifatnya;*
- h. perolehan atau kehilangan kontrak penting;*

<sup>83</sup> Pasal 1 ayat 7 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

<sup>84</sup> Pasal 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik

- i. penemuan baru atau produk baru yang memberi nilai tambah bagi perusahaan;
- j. penjualan tambahan Efek kepada masyarakat atau secara terbatas yang material jumlahnya;
- k. perubahan dalam pengendalian baik langsung maupun tidak langsung terhadap Emiten atau Perusahaan Publik;
- l. perubahan anggota Direksi dan/atau anggota Dewan Komisaris
- m. pembelian kembali atau pembayaran Efek Bersifat Utang dan/atau Sukuk;
- n. pembelian atau penjualan aset yang sifatnya penting;
- o. perselisihan tenaga kerja yang dapat mengganggu operasional perusahaan;
- p. perkara hukum terhadap Emiten atau Perusahaan Publik dan/atau anggota Direksi dan anggota Dewan Komisaris Emiten atau Perusahaan Publik yang berdampak material;
- q. penggantian Akuntan yang sedang diberi tugas mengaudit Emiten atau Perusahaan Publik;
- r. penggantian Wali Amanat;
- s. penggantian Biro Administrasi Efek;
- t. perubahan tahun buku Emiten atau Perusahaan Publik;
- u. perubahan penggunaan mata uang pelaporan dalam laporan keuangan;
- v. Emiten atau Perusahaan Publik berada dalam pengawasan khusus dari regulator terkait yang dapat mempengaruhi kelangsungan usaha Emiten atau Perusahaan Publik;
- w. pembatasan kegiatan usaha Emiten atau Perusahaan Publik oleh regulator terkait;
- x. perubahan atau tidak tercapainya proyeksi keuangan yang telah dipublikasikan, secara material;
- y. adanya kejadian yang akan menyebabkan bertambahnya kewajiban keuangan atau menurunnya pendapatan Emiten atau Perusahaan Publik secara material;
- z. restrukturisasi utang;
- aa. penghentian atau penutupan sebagian atau seluruh segmen usaha;
- bb. dampak yang bersifat material terhadap Emiten atau Perusahaan Publik karena kejadian yang bersifat memaksa; dan/atau
- cc. Informasi atau Fakta Material lainnya”.

Dalam penjelasan diatas dapat dilihat bahwa Otoritas Jasa Keuangan dalam hal ini telah mengatur secara rinci apa saja yang harus dicantumkan dalam laporan



emiten atau perusahaan publik. Dalam hal ini OJK telah menyebutkan segala informasi atau fakta material yang dapat mempengaruhi efek di bursa efek karena dinilai dapat merubah keputusan investor atas informasi tersebut.

Pada dasarnya investor rasional secara substansial menyadari bahwa suatu hal yang bersifat fakta tersebut penting sebagai dasar dalam pengambilan setiap keputusan.<sup>85</sup> Dengan tidak adanya prinsip keterbukaan dalam *dark pool* maka tidak ada fakta yang dapat dipandang oleh investor dalam pengambilan setiap keputusan.

Untuk itu, peraturan diatas merupakan suatu bentuk perlindungan hukum secara preventif yang dapat dilakukan Otoritas Jasa Keuangan untuk melindungi kepentingan investor dari potensi manipulasi pembentukan harga yang terjadi dari setiap transaksi efek. Hal ini berarti, ketentuan tersebut juga dapat digunakan untuk melindungi investor dari potensi yang dapat ditimbulkan dalam transaksi *darkpool*.

Selain peraturan tersebut, salah satu aturan yang berhubungan dengan pelaksanaan transaksi *dark pool* adalah peraturan terkait Perantara Pedagang Efek (PPE). Hal ini dikarenakan transaksi *dark pool* dilakukan oleh *broker-dealer*. Di Indonesia ketentuan mengenai Perantara Pedagang Efek terdapat dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 20 /POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

---

<sup>85</sup> Bismar Nasuition, **Keterbukaan Dalam Pasar Modal**, Universitas Indonesia Program Pasca Sarjana, Jakarta, 2001, hlm.88



## 1.2 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 20 /POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

Pada intinya broker adalah pedagang perantara yang menghubungkan pedagang satu dengan yang lain dalam hal jual beli saham atau antara penjual dan pembeli. Broker biasa disebut pialang atau makelar. Dalam Pasal 1 Angka 1 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 20/POJK.04/2016 memberikan pengertian bahwa :

*“Perantara Pedagang Efek adalah Pihak yang melakukan kegiatan usaha jual beli Efek untuk kepentingan sendiri atau Pihak lain”.*<sup>86</sup>

Dalam peraturan tersebut juga mengatur bahwa sebuah perusahaan efek dapat melakukan kegiatan usaha sebagai perantara pedagang efek dengan memperoleh persetujuan terlebih dahulu. Hal mana disampaikan bahwa :<sup>87</sup>

*“Perseroan yang melakukan kegiatan usaha Perusahaan Efek sebagai Penjamin Emisi Efek dan/atau Perantara Pedagang Efek wajib memiliki izin usaha dari Otoritas Jasa Keuangan.”*

Mengenai perusahaan efek yang mau memperoleh izin sebagai perantara pedagang efek, maka harus melampaui serangkaian persyaratan yang diatur oleh P.OJK ini yang antara lain adalah :

1. Persyaratan Anggaran Dasar.
2. Persyaratan Identitas.
3. Persyaratan Permodalan.

<sup>86</sup> Pasal 1 ayat Angka 1 P.OJK NO.20/POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

<sup>87</sup> Pasal 2 P.OJK NO.20/POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

4. Persyaratan Operasional.
5. Persyaratan Integritas dan Kelayakan Keuangan Pemegang Saham dan Pemegang Saham Pengendali.
6. Persyaratan Integritas dan Kompetensi Anggota Direksi atau Anggota Dewan Komisaris.

Pada peraturan diatas, OJK menguraikan berbagai persyaratan yang harus dilakukan oleh perusahaan efek sebelum memberikan permohonan perizinan untuk melakukan kegiatan sebagai penjamin emisi efek dan/atau perantara pedagang efek.

Perusahaan efek yang melakukan kegiatan sebagai perantara pedagang efek juga dapat melakukan kegiatan lain selain kegiatan utama. Hal ini disebutkan dalam Pasal 3 ayat 5 bahwa :

***Pasal 3 ayat 5***

*“Perusahaan Efek yang melakukan kegiatan usaha sebagai Perantara Pedagang Efek dapat menjalankan:*

*a. kegiatan utama, yaitu:*

- 1. transaksi Efek untuk kepentingan sendiri dan Pihak lain; dan/atau*
- 2. pemasaran Efek untuk kepentingan Perusahaan Efek lain; serta*

*b. kegiatan lain yang ditetapkan dan/atau disetujui oleh Otoritas Jasa Keuangan.*

Pada perusahaan efek yang mempunyai izin usaha sebagai Perantara Pedagang Efek (PPE) dapat melakukan kegiatan lain sebagaimana dimaksud dalam Pasal 3 ayat (5) huruf b diatas, dengan syarat wajib memastikan bahwa kegiatan tersebut tidak bertentangan dengan undang-undang dan tentu dalam pelaksanaannya

kegiatan tersebut didasarkan pada manajemen resiko yang memadai untuk meminimalisir resiko yang mungkin akan timbul di kemudian hari.<sup>88</sup>

Adapun jenis kegiatan lain yang akan ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan dalam Pasal 3 ayat (5) huruf b tersebut antara lain adalah kegiatan Transaksi Efek atas Efek yang tidak melalui Penawaran Umum. Hal ini berarti, Efek yang tidak melalui Penawaran Umum tersebut merupakan Efek baru yang diperdagangkan. Maka dengan demikian dalam melaksanakan kegiatan tersebut belum ada otoritas yang mengatur dan mengawasinya. Kriteria kegiatan lain yang disetujui oleh Otoritas Jasa Keuangan yaitu kegiatan yang diajukan oleh Perantara Pedagang Efek secara individual.<sup>89</sup> Berdasarkan ketentuan-ketentuan tersebut diatas, sebenarnya aturan perantara pedagang efek (PPE) atau yang biasa disebut *broker* memperbolehkan bagi siapapun broker yang mau melakukan kegiatan lain selama kegiatan tersebut disetujui dan diizinkan secara resmi oleh lembaga yang berwenang, yang dalam hal ini adalah OJK.

Perusahaan Efek yang melakukan usaha PPE dapat mengajukan permohonan persetujuan kegiatan lain yang sebagaimana diatur dalam Pasal 20 ayat (2), dengan menyertai beberapa persyaratan yang antara lain:<sup>90</sup>

***Pasal 20 ayat (2)***

*“Permohonan persetujuan kegiatan lain diajukan oleh Perusahaan Efek kepada Otoritas Jasa Keuangan dalam rangkap 2 (dua) sesuai dengan surat permohonan persetujuan kegiatan lain Penjamin*

<sup>88</sup> Pasal 19 P.OJK No.20/POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

<sup>89</sup> Penjelasan Pasal 3 ayat (5) huruf b P.OJK No.20/POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

<sup>90</sup> Pasal 20 ayat (2) P.OJK No.20/POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.



*Emisi Efek atau Perantara Pedagang Efek sebagaimana tercantum dalam Lampiran yang merupakan bagian tidak terpisahkan dari Peraturan Otoritas Jasa Keuangan ini, disertai dengan:*

- a. penjelasan rencana pelaksanaan kegiatan lain meliputi:
  - 1. jenis, deskripsi, dan aktivitas kegiatan lain;*
  - 2. waktu pelaksanaan kegiatan lain;*
  - 3. tujuan pelaksanaan kegiatan lain, termasuk target pasar dan target pendapatan dalam 1 (satu) tahun pertama;*
  - 4. keterkaitan kegiatan lain dengan strategi bisnis perusahaan.*
  - 5. manfaat, biaya, dan risiko bagi perusahaan atas kegiatan lain.*
  - 6. manfaat dan risiko bagi nasabah; dan*
  - 7. mitigasi risiko atas pelaksanaan kegiatan lain;**
- b. prosedur dan standar operasi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 15 ayat (1) huruf dd untuk melaksanakan kegiatan lain;*
- c. dokumen yang memuat identifikasi, pengukuran, pemantauan, dan pengendalian terhadap risiko yang melekat pada kegiatan lain;*
- d. hasil analisis aspek hukum dan aspek kepatuhan atas kegiatan lain;*
- e. dokumen atau konsep dokumen dalam rangka transparansi kepada dan/atau dari nasabah yang terkait dengan pelaksanaan kegiatan lain yang paling sedikit meliputi perjanjian antara Perusahaan  
Efek yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin Emisi Efek dan/atau Perantara Pedagang Efek dengan nasabah dan/atau pihak lain, brosur, selebaran, Prospektus, dan/atau formulir aplikasi;*
- f. dokumen sistem informasi akuntansi termasuk penjelasan singkat mengenai keterkaitan sistem informasi akuntansi tersebut dengan sistem informasi akuntansi Penjamin Emisi Efek atau Perantara Pedagang Efek secara menyeluruh dan/atau sistem pencatatan administrasi;*
- g. surat pernyataan atau dokumen yang menyatakan kegiatan lain yang akan dilakukan oleh Perusahaan Efek yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin Emisi Efek dan/atau Perantara Pedagang Efek tidak bertentangan dan dalam pelaksanaannya akan dilakukan sesuai dengan peraturan perundang-undangan atau telah memperoleh persetujuan atau izin dari instansi yang berwenang, apabila aktivitas Penjamin Emisi Efek dan/atau Perantara Pedagang Efek dimaksud memerlukan persetujuan dari otoritas tersebut.”*

Dari ketentuan tersebut dapat dilihat bahwa OJK telah mengatur berbagai persyaratan yang harus dilengkapi saat akan memberikan permohonan kegiatan lain kepada OJK. Bahwa dalam huruf a dijelaskan beberapa poin penting yang harus dilengkapi, antara lain adanya tujuan kegiatan yang dimaksud, manfaat dan resiko bagi nasabah yang dalam hal ini adalah investor. Dalam ketentuan diatas juga dijelaskan bahwa pelaksanaan kegiatan juga harus dengan perjanjian yang telah disepakati antara PPE dengan nasabah, dan surat pernyataan atau dokumen yang menyatakan kegiatan lain yang akan dilakukan oleh Perantara Pedagang Efek tidak bertentangan dan dalam pelaksanaannya, sesuai dengan peraturan perundang-undangan atau telah memperoleh izin dari OJK sebagai otoritas yang dimaksud.

Dalam hal ini sebenarnya OJK telah memberikan kejelasan bagi perusahaan efek untuk dapat melakukan kegiatan lain termasuk dalam melakukan transaksi efek, namun harus melengkapi persyaratan-persyaratan yang telah dibuat oleh OJK dan adanya perjanjian tertulis antara PPE dengan nasabahnya. Apabila dihubungkan dengan transaksi *dark pool*, maka hal ini dapat dijadikan suatu bentuk perlindungan preventif bagi investor. Bahwa dalam hal ini investor dapat melakukan perjanjian dengan PPE atau broker mengenai transparansi, resiko yang dapat ditimbulkan sebelum melakukan transaksi, mekanisme pembentukan harga atau klausul lain yang terkait dengan keadilan dalam transaksi. Dengan begini maka tidak akan lagi ada kecurangan atau manipulasi pembentukan harga atau bentuk kecurangan lain yang dapat terjadi. Hal ini dikarenakan adanya perjanjian tertulis antara broker dengan investor.



## 2. Perlindungan Hukum Represif

Mengenai perlindungan hukum represif dalam sektor pasar modal diwujudkan dalam bentuk pemeriksaan, penyidikan, dan pengenaan sanksi.<sup>91</sup> Hal tersebut juga merupakan kewenangan OJK yang sebelumnya telah diatur dalam undang-undang pasar modal. Apabila langsung berbicara mengenai transaksi *dark pool*, tentunya belum ada perlindungan hukum secara represif yang dapat dilakukan, hal tersebut disebabkan karena peraturan mengenai *dark pool* belum ada di Indonesia. Namun pelanggaran terhadap aturan keterbukaan yang dilakukan oleh emiten dan perusahaan publik, dapat dikenakan sanksi karena tidak melaksanakan asas keterbukaan sebagaimana diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.

Terkait dengan sanksi yang dapat dikenakan kepada perusahaan publik dan emiten yang melanggar ketentuan dalam peraturan OJK tersebut, maka akan dikenakan sanksi administratif sebagaimana disebutkan sebagai berikut :<sup>92</sup>

### ***Pasal 9 ayat (1)***

*“Dengan tidak mengurangi ketentuan pidana di bidang Pasar Modal, Otoritas Jasa Keuangan berwenang mengenakan sanksi administratif terhadap setiap pihak yang melakukan pelanggaran ketentuan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan ini termasuk pihak-pihak yang menyebabkan terjadinya pelanggaran tersebut, berupa :*

- a. peringatan tertulis;*

<sup>91</sup> Penjelasan Pasal 3 Undang-Undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1995 Nomor 64, Tambahan Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 3608.

<sup>92</sup> Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.



- b. denda yaitu kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu;
- c. pembatasan kegiatan usaha;
- d. pembekuan kegiatan usaha;
- e. pencabutan izin usaha;
- f. pembatalan persetujuan; dan
- g. pembatalan pendaftaran”.

Berbagai sanksi yang telah disebutkan dalam peraturan OJK diatas dapat diterapkan bagi setiap pihak yang menyebabkan terjadinya pelanggaran keterbukaan. Hal ini berarti baik perusahaan publik, maupun perusahaan efek dapat dikenai sanksi.

Selain sanksi yang telah disebutkan diatas, terdapat sanksi lain yang dapat dikenakan kepada Perantara Pedagang Efek (PPE) yang tidak melaksanakan ketentuan hukum sebagaimana diatur dalam Peraturan OJK Nomor 20/POJK.04/2016, yaitu :<sup>93</sup>

***Pasal 74 ayat (1)***

- (1) Dengan tidak mengurangi ketentuan pidana di bidang Pasar Modal, Otoritas Jasa Keuangan berwenang mengenakan sanksi administratif terhadap setiap pihak yang melakukan pelanggaran ketentuan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan ini termasuk pihak yang menyebabkan terjadinya pelanggaran tersebut, berupa:
  - a. peringatan tertulis;
  - b. denda yaitu kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu;
  - c. pembatasan kegiatan usaha;
  - d. pembekuan kegiatan usaha;
  - e. pencabutan izin usaha;
  - f. pembatalan persetujuan; dan
  - g. pembatalan pendaftaran.

Dari ketentuan diatas bagi setiap PPE yang melakukan kegiatan lain, tidak melaksanakan ketentuan sebagaimana telah diuraikan sebelumnya atau tidak

---

<sup>93</sup> Pasal 74 ayat (1) Peraturan OJK Nomor 20/POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

melakukan prinsip keterbukaan, maka akan dikenakan sanksi sebagaimana diatur dalam pasal 74 ayat (1) tersebut. Perantara pedagang efek dapat dibatalkan kegiatannya dan dikenai denda.

Peraturan-peraturan diatas memang bukanlah peraturan yang dapat dijadikan dasar hukum berlangsungnya kegiatan transaksi *dark pool* di Indonesia. Namun peraturan tersebut dapat melindungi para pihak, khususnya investor dari potensi kecurangan maupun manipulasi yang dapat ditimbulkan dari transaksi *dark pool*.

### C. Perbandingan Ketentuan Hukum Mengenai *Dark Pool* Antara Indonesia dan Amerika Serikat

Amerika, merupakan salah satu negara yang telah mengakui dan mengatur adanya transaksi efek secara *dark pool*. Hal ini dapat di buktikan dengan adanya ketentuan hukum yang mengatur transaksi tersebut. Dalam sebuah Jurnal di Amerika mengatakan bahwa :<sup>94</sup>

*“These trading systems effectively act like exchanges, matching buyers and sellers of securities in a central location. However, ATSS are registered as broker-dealers and are subject to regulations which govern them as such. Unlike the national securities exchanges, which publicly display the best quote for both the buy and sell side of the market, ATSS are not required to do so. Some choose to display this information to the public, but others do not. A dark pool is a type of ATS that matches buyers and sellers, but does not display pre-trade quotes outside of the system. regulators are concerned with fair access to trading platforms. Because dark pools are run by broker-dealers, only customers and those who are granted access to the pools are allowed to trade in them.”*

Melihat pada penjelasan diatas maka dapat dikatakan bahwa sistem

<sup>94</sup>Nicholas Crudele, *Dark Pool Regulation: Fostering Innovation and Competition While Protecting Investors*, Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law, 2015, hlm. 573.



perdagangan luar bursa secara *dark pool* merupakan sistem perdagangan yang secara efektif bertindak dalam melakukan transaksi jual-beli. Namun *dark pool* merupakan ATS yang terdaftar sebagai *broker-dealer* dan tunduk pada peraturan yang mengatur demikian. Berbeda dengan sistem perdagangan bursa yang secara langsung menampilkan *best quote* atau kutipan terbaik untuk kedua belah pihak baik penjual maupun pembeli, sedangkan dalam ATS tidak demikian. *Dark pool* adalah tipe ATS yang mencocokkan keinginan antara nasabah jual dan beli namun tidak menampilkan *pre-trade* atau kutipan terbaik diluar sistem mereka. Kendati demikian, para pembuat peraturan atau regulator prihatin dengan akses yang adil untuk platform perdagangan ini . Karena *dark pool* hanya dijalankan oleh *broker-dealer*, hanya orang-orang yang diberikan akses ke dalam *pool* yang diperbolehkan untuk mengetahui informasi tersebut.

*“Lastly, regulators are concerned about the rules and conduct of the dark pools. Because they are regulated as broker-dealer functions and not as exchanges, they are not required to report such things as its users, the rules governing the pools, or how the pools work. There is no oversight as to how the operators monitor and prevent fraud, and it is unknown whether the customers in the pools are fully aware of the rules and consequences of their trading. Without oversight or knowledge of how the pools function, some participants may be unfairly disadvantaged for not knowing the rules of the game”.*<sup>95</sup>

Dengan demikian, Amerika Serikat mulai fokus terhadap aturan dan ketentuan mengenai *dark pool*. Karena berfungsi sebagai *broker-dealer* dan bukan sebagai perdagangan bursa, maka mereka tidak perlu untuk membuat laporan seperti daftar pengguna, aturan di dalam *pools* , atau bagaimana cara *pools* bekerja. Tidak ada

<sup>95</sup> Nathaniel Popper, *Regulators Fret over Rise of Trading in the Shadows*, N.Y. TIMES, 2013, hlm. 20-23.



pengawasan bagaimana operator memantau dan mencegah penipuan, dan tidak diketahui apakah investor sepenuhnya menyadari aturan dan konsekuensi daripada *dark pool*. Tanpa pengawasan atau pengetahuan tentang bagaimana cara *dark pool*, beberapa investor mungkin akan merasa tidak adil atau kurang beruntung karena tidak tahu aturan permainannya. Hal tersebut menyebabkan para regulator Amerika membuat ketentuan mengenai *dark pool* yang tercantum dalam aturan SEC dan beberapa peraturan lainnya.

Lain halnya dengan yang terjadi di Indonesia. Sangat disayangkan bahwa dalam Undang-undang Pasar Modal belum mengatur adanya Penyelenggara Perdagangan atau yang biasa disebut *market operator* selain Bursa Efek. OJK sendiri menyatakan bahwa tidak dapat dipungkiri bahwa semakin tingginya pendayagunaan sistem teknologi informasi dimungkinkan pihak lain selain Bursa Efek dapat melakukan kegiatan sebagai penyelenggara transaksi efek (*market operator*). Beberapa istilah lain dari *market operator* atau setidaknya memiliki karakteristik yang hampir sama dengan *market operator* atau merupakan bagian dari *market operator*, antara lain *trading center/venue*, *regulated market*, *organized trading facilities*, *multilateral trading facilities*, dan *dark pool provider*. Nama lembaga sektor keuangan yang biasanya disebut sebagai *market operator*, yaitu Bursa Efek dan *Alternative Trading Systems* (ATS), dan *Electronic Communication Networks* (ECN). ATS dilakukan oleh intermediari yang bertindak sebagai *dealer* dan ECN merupakan perusahaan IT yang menjadi penyedia jasa transaksi efek bagi

*broker/dealer*. Namun di Indoensia terdapat suatu aturan yang terkait dengan adanya transaksi *dark pool* di Indonesia.<sup>96</sup>

Untuk dapat melihat perbedaan ketentuan hukum terkait transaksi *dark pool* ini, berikut diuraikan perbedaannya satu-persatu :

### 1. Amerika Serikat

Di Amerika Serikat, dapat ditentukan sebagai *dealer trading system* ataupun *alternative trading system* (ATS). Transaksi tersebut harus teregistrasi sebagai *broker-dealer*, dan dengan demikian harus tunduk pada hukum dan regulasi yang mengatur tentang *broker-dealers*, termasuk peraturan mengenai ATS apabila telah diatur, seperti di Kanada.

Pada umumnya di Amerika, *dark pool* diatur sebagai perdagangan yang dilakukan oleh *broker-dealer*, yang mana hal tersebut disebutkan dalam Section 15 (a) (1) Securities Exchange Act 1934 yang dimana berisikan :<sup>97</sup>

#### **Section 15 (a) (1)**

*“It shall be unlawful for any broker or dealer which is either a person other than a natural person or a natural person not associated with a broker or dealer which is a person other than a natural person (other than such a broker or dealer whose business is exclusively intrastate and who does not make use of any facility of a national securities exchange) to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transactions in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security (other than an exempted security or commercial paper, bankers’ acceptances, or*

---

<sup>96</sup> Hasil wawancara dengan Bpk. Indrawan Nugroho Utomo dari Otoritas Jasa Keuangan Malang pada tanggal 14 Januari 2017.

<sup>97</sup> Section 15 (a) (1) Securities Exchange Act 1934



*commercial bills) unless such broker or dealer is registered in accordance with subsection (b) of this section”.*

Pada *section* tersebut memang jika diperhatikan tidak secara mutlak adanya aturan mengenai *dark pool*. Namun aturan ini kerap kali digunakan oleh *Securities Exchange Commissions* (Selanjutnya disebut SEC) dalam menangani kasus *dark pool*. Pada *section* tersebut mengatur bahwa akan menjadi suatu pelanggaran hukum bagi setiap *broker* atau *dealer*, baik seseorang atau bukan, memanfaatkan perangkat perdagangan untuk efek transaksi apapun, atau untuk mencoba pembelian atau penjualan, kecuali *broker* atau *dealer* tersebut didaftarkan, sebagaimana diatur dalam poin (b) dari bagian tersebut yang mengatakan bahwa :<sup>98</sup>

***Section 15 (b) (1)***

*“A broker or dealer may be registered by filing with the Commission an application for registration in such form and containing such information and documents concerning such broker or dealer and any persons associated with such broker or dealer as the Commission, by rule, may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors. Within forty-five days of the date of the filing of such application (or within such longer period as to which the applicant consents), the Commission shall—*

- (A) by order grant registration, or*
- (B) institute proceedings to determine whether registration should be denied. Such proceedings shall include notice of the grounds for denial under consideration and opportunity for hearing and shall be concluded within one hundred twenty days of the date of the filing of the application for registration. At the conclusion of such proceedings, the Commission, by order, shall grant or deny such registration. The Commission may extend the time for conclusion of such proceedings for up to ninety days if it finds good cause for such extension and*

<sup>98</sup> *Section 15 (b) (1) Securities Exchange Act 1934*



*publishes its reasons for so finding or for such longer period as to which the applicant consents”.*

(C)

Pada *section* tersebut dapat dilihat bahwa seorang *broker* atau *dealer* dapat didaftarkan dengan mengisi formulir pendaftaran yang dibuat oleh Komisi yang dalam hal ini adalah SEC. Permohonan pendaftaran yang dimaksud mengandung informasi yang menyangkut broker dan setiap orang yang terkait dengan *broker*. Hal tersebut dilakukan semata-mata untuk kepentingan umum atau perlindungan terhadap investor. Dalam waktu 45 hari dari tanggal pengajuan aplikasi tersebut (atau dalam jangka waktu lebih lama seperti disetujui dalam permohonan), Komisi dapat mengabulkan permohonan, atau dapat juga melakukan penolakan.

Di Kanada, sudah ada aturan yang mengatur terkait dengan *dark pool*. Hal tersebut dapat dibuktikan dari pernyataan Ontario Securities Commission (OSC) dalam *position paper 23-405 dark liquidity in the canadian market* sebagai berikut :<sup>99</sup>

*“ In Canada, dark pools are generally regulated as ATSs and are subject to requirements including registration as an investment dealer and membership in a self-regulatory organisation. Dark pools may also be operated as facilities of an exchange and if so, are subject to the exchange requirements”.*

Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa Kanada telah memiliki aturan sendiri yang mengatur terkait *dark pool*. Disana *dark pool* sudah diatur sebagai salah satu bentuk *alternative trading system* (ATS), hal mana disampaikan bahwa *dark pool* tunduk pada persyaratan termasuk

<sup>99</sup> [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/csa\\_20101119\\_23-405\\_dark-liquidity.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/Securities-Category2/csa_20101119_23-405_dark-liquidity.pdf), diakses pada tanggal 26 Januari 2017 pukul 20.00 WIB.

pendaftaran sebagai dealer investasi dan keanggotaan dalam SRO. *Dark pool* juga dapat mengoperasikan efek yang terdapat di bursa, dan apabila begitu maka harus tetap tunduk pada ketentuan transaksi dalam bursa.

Peraturan di Kanada yang mengatur bahwa *dark pool* merupakan salah satu ATS terdapat dalam *National Instrument 21-101 Marketplace Operation*. Dalam peraturan tersebut mengatur bahwa ATS tidak dapat bertransaksi kecuali terdaftar sebagai dealer, member dari SRO, dan memenuhi persyaratan lainnya. Beberapa hal yang diatur lainnya dalam peraturan ATS, antara lain :

### **6.1 Registration**

*“An ATS shall not carry on business as an ATS unless :*

- (a) it is registered as a dealer;*
- (b) it is a member of a self-regulatory entity; and*
- (c) it complies with the provisions of this Instrument and NI 23-10”.*

### **6.8 Confidential Treatment of Trading Information**

*“(1) An ATS shall not release a subscriber's trading information to a person or company, other than the subscriber, unless*

- (a) the subscriber has consented in writing to the release of the information;*
- (b) the release of the information is required by this Instrument or under applicable law; or*
- (c) the information has been publicly disclosed by another person or company, and the disclosure was lawful”.*

### **6.11 Risk Disclosure to Non-registered Subscribers**

*“(1) When opening an account for a subscriber that is not registered as a dealer under securities legislation, an ATS shall provide that subscriber with disclosure in substantially the following words: Although the ATS is registered as a dealer under securities legislation, it is a marketplace and therefore does not ensure best*

*execution for its subscribers”.*

Dapat dilihat dalam ketentuan tersebut, bahwa untuk menjadi bagian daripada ATS maka harus melakukan beberapa persyaratan yang diantaranya adalah terdaftar sebagai *dealer*, dan terdaftar dalam SRO. Dalam ayat 6.8 diatas juga diatur bahwa ATS tidak akan memberikan informasi mengenai nasabah atau hal-hal terkait perdagangan pada saat terjadi nya transaksi kecuali nasabah sendiri yang menginginkannya atau informasi tersebut telah diungkapkan lebih dulu kepada publik oleh orang atau perusahaan lain, dan pengungkapan itu diperbolehkan.

Hal yang paling penting adalah terdapat aturan yang bertujuan untuk memberitahukan resiko-resiko yang mungkin akan terjadi kepada nasabah. Dalam hal ini, ketika membuka *account* untuk nasabah, sebuah ATS harus memberikan pengungkapan secara substansial bahwa ATS tidak menjamin eksekusi terbaik untuk para nasabahnya karena ini perdagangan gelap. Untuk itu dengan adanya aturan ini, pemerintah telah memberikan perlindungan bagi para investor yang beniat untuk menjalankan transaksi dalam *dark pool* dengan mengetahui terlebih dahulu resiko yang dapat terjadi di kemudian hari.

Mengenai SRO yang berwenang di Amerika Serikat adalah *Securities and Exchange Commission* (SEC) yang didirikan oleh pemerintahan Federal berdasarkan *Securities Exchange Act of 1934*. SEC kemudian mendelegasikan kewenangan ini kepada *National Association of Securities Dealers* (NASD) dan kepada bursa saham nasional (NYSE). Namun dalam melaksanakan



penerapan standar tertentu terhadap industri perdagangan saham dan pialang, pada tanggal 26 Juli 2007 SEC menyetujui penggabungan atas perangkat penerapan aturan dari NYSE dan NASD, dan membentuk suatu SRO baru yang diberi nama *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA). Sehingga pada saat ini, bagi setiap ATS harus menjadi member dalam FINRA. Sebagai SRO yang berwenang, maka FINRA telah membuat suatu kebijakan baru di Amerika yang akan mengatur pelaporan ATS terhadap FINRA.

Dalam melaksanakan transparansi yang akan baru dilaksanakan oleh FINRA, masyarakat dapat melihat total saham yang diperdagangkan setiap minggu dengan keamanan di setiap ATS atau *dark pool*. Data ini akan diberikan kepada investor publik non-profesional secara gratis dan tersedia dengan mengakses website FINRA. FINRA berharap dengan adanya kebijakan ini maka akan memberikan pandangan yang jelas dari tingkat aktivitas yang dilakukan oleh ATS atau *dark pool*. Dengan demikian diharapkan dapat meningkatkan transparansi pasar dan meningkatkan kepercayaan investor. Hal ini sebagaimana disampaikan dalam website resmi FINRA, yaitu :<sup>100</sup>

*“Each ATS is required to report to FINRA its weekly aggregate volume information on a security-by-security basis. FINRA will publish the information regarding Tier 1 NMS stocks (i.e., stocks in the S&P 500 Index, the Russell 1000 Index and certain ETPs) on a two-week delayed basis.*

<sup>100</sup> <http://www.finra.org/newsroom/2014/finra-makes-dark-pool-data-available-free-investing-public>, diakses pada 2 Februari 2017 pukul 16.00.

*Information on all other NMS stocks and OTC equity securities subject to FINRA trade reporting requirements will be released two weeks following the publication of information for the Tier 1 NMS stocks. Each ATS is required to report the information for a given week seven (7) business days following the week. FINRA will publish the information regarding Tier 1 NMS stocks no earlier than the following Monday”.*

Selain *National Instrument 21-101 Marketplace Operation*, perdagangan ATS juga diatur dalam *National Instrument 23-101 Trading Rules*. Dalam *Part 8 NI 23-101* ini mengatur mengenai pengawasan dan pelaksanaan untuk ATS.

#### **8.1 Pre-condition to Trading on an ATS**

*“An ATS shall not execute a subscriber’s order to buy or sell securities unless the ATS has executed and is subject to the written agreements required by sections 8.3 and 8.4.”*

#### **8.3 Agreement between an ATS and a Regulation Services Provider**

*“An ATS and a regulation services provider shall enter into a written agreement that provides*

- a. that the ATS will conduct its trading activities in compliance with the requirements set under subsection 8.2(1);*
- b. that the regulation services provider will monitor the conduct of the ATS and its subscribers;*
- c. that the regulation services provider will enforce the requirements set under subsection 8.2(1);*
- d. that the ATS will transmit the information required by Part 11 of NI 21-101 to the regulation services provider; and*
- e. that the ATS will comply with all orders or directions made by the regulation services provider”.*

#### **8.4 Agreement between an ATS and its Subscriber**

*“An ATS and its subscriber shall enter into a written agreement that provides*

- a. that the subscriber will conduct its trading activities in compliance with the requirements set under subsection 8.2(1);*
- b. that the subscriber acknowledges that the regulation services provider will monitor the conduct of the subscriber and enforce the requirements set under subsection 8.2(1);*

- c. *that the subscriber will comply with all orders or directions made by the regulation services provider, including orders excluding the subscriber from trading on any marketplace”.*

Pada ayat 8.1, dapat dilihat bahwa ATS di Canada tidak akan melaksanakan perintah para nasabahnya untuk membeli maupun menjual efek kecuali ATS tunduk pada perjanjian sebagaimana diatur dalam bagian 8.3 dan 8.4. Dalam peraturan 8.3 dan 8.4 menekankan bahwa ATS akan mematuhi semua perintah atau arah yang dibuat oleh regulator. Dalam aturan tersebut juga dikatakan bahwa antara nasabah dengan ATS akan dibuat perjanjian tertulis yang mana kedua belah pihak akan mematuhi segala hal yang tercantum dalam perjanjian tertulis yang telah dibuat.

Pada pokoknya, kedua aturan tersebut mengatur bahwa terdapat beberapa persyaratan yang berlaku untuk *dark pool* yang mencakup *fair access requirements* (keadilan dalam transaksi) dan persyaratan untuk melakukan *transparency*.

## 2. Indonesia

Seperti yang telah dibahas sebelumnya, ketentuan hukum mengenai *dark pool* di Indonesia belum diatur. Namun terdapat beberapa peraturan yang mengatur hal-hal terkait dengan prinsip pelaksanaan *dark pool* yang tersebar dalam beberapa peraturan.

Beberapa peraturan tersebut antara lain adalah :

**Angka 1 huruf d Peraturan Bapepam-LK Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek**  
*“Transaksi di luar bursa adalah transaksi antar perusahaan efek atau antara perusahaan efek dengan pihak lain yang tidak diatur oleh bursa efek, dan transaksi antar pihak yang bukan perusahaan efek”.*<sup>101</sup>

<sup>101</sup> Angka 1 huruf d Peraturan Bapepam-LK Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek



Peraturan inilah yang membuka peluang bagi pelaksanaan transaksi *dark pool* di Indonesia. Hal ini dikarenakan, terdapat 2 sistem transaksi efek yang diatur yaitu di bursa efek maupun di luar bursa efek. Transaksi *dark pool* merupakan transaksi yang dilakukan di luar bursa yang mana berarti dapat dilakukan oleh perusahaan efek sebagai perantara pedagang efek dengan pihak lain yang tidak diatur oleh bursa efek. Namun karena *dark pool* merupakan salah satu *alternative trading system* (ATS) maka ketentuan tersebut tidak dapat menjadi landasan bagi pelaksanaan *dark pool*. Di Indonesia ketentuan terkait ATS atau penyedia sistem perdagangan alternatif (PSPA) belum diatur. Hal inilah yang menjadi perbedaan dengan di Amerika.

Selain itu di Indonesia juga mengatur pelaksanaan kegiatan lain yang dilakukan oleh perusahaan efek sebagai perantara pedagang efek, yang mana kegiatan tersebut harus terlebih dahulu disetujui oleh OJK. Hal tersebut sebagaimana diatur dalam P.OJK NO.20/POJK.04/2016 sebagai berikut :<sup>102</sup>

***Pasal 2 P.OJK NO.20/POJK.04/2016***

*“Perseroan yang melakukan kegiatan usaha Perusahaan Efek sebagai Penjamin Emisi Efek dan/atau Perantara Pedagang Efek wajib memiliki izin usaha dari Otoritas Jasa Keuangan.”*

***Pasal 3 ayat 5 huruf b P.OJK NO.20/POJK.04/2016***

*“kegiatan lain yang ditetapkan dan/atau disetujui oleh Otoritas Jasa Keuangan”.*

Dalam Penjelasan Pasal 3 ayat 5 huruf b di atas mengatakan bahwa :<sup>103</sup>

<sup>102</sup> Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 20/POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

<sup>103</sup> Penjelasan Pasal 3 ayat (5) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 20/POJK.04/2016

*“Jenis kegiatan lain yang akan ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan antara lain kegiatan Transaksi Efek atas Efek yang tidak melalui Penawaran Umum. Efek yang tidak melalui Penawaran Umum tersebut merupakan Efek baru yang diperdagangkan dalam kegiatan tersebut belum ada otoritas yang mengatur dan mengawasinya (misalnya: Transaksi Efek atas Medium Term Notes atau Promisory Notes yang diterbitkan oleh badan hukum Indonesia). Kriteria kegiatan lain yang disetujui oleh Otoritas Jasa Keuangan yaitu kegiatan yang diajukan oleh Perantara Pedagang Efek secara individual”*

Dapat dilihat melalui Peraturan Otoritas Jasa Keuangan diatas bahwa Perantara Pedagang Efek (PPE) dapat melakukan suatu kegiatan lain yang mana kegiatan tersebut belum diatur dan belum diawasi, selama kegiatan tersebut disepakati dan diajukan terlebih dahulu pada OJK. Aturan ini mirip dengan apa yang ada di Canada, bahwa setiap ATS juga dapat melakukan kegiatannya selama terdaftar menjadi *dealer* dan FINRA sebagai lembaga yang berwenang dalam mengawasi ATS.

Mengenai kewajiban pelaporan, di Indonesia aturan yang mengatur adalah sebagai berikut :<sup>104</sup>

***Angka 2 Peraturan Bapepam X.M.3 Tentang Pelaporan Transaksi Efek***

*“Transaksi Efek yang wajib dilaporkan sesuai dengan peraturan ini adalah transaksi atas Efek bersifat utang dan Sukuk yang telah dijual melalui Penawaran Umum, Surat Berharga Negara, dan Efek lain yang ditetapkan oleh Ketua Bapepam dan LK untuk dilaporkan, yang diperdagangkan di pasar sekunder”.*

Apabila melihat ketentuan diatas, maka jelas di Indonesia transaksi perdagangan saham yang dilakukan diluar bursa atau yang dilakukan oleh PPE tidak diwajibkan untuk dilaporkan. Hal ini sangat berbeda dengan ketentuan di Amerika

---

<sup>104</sup> Peraturan Bapepam X.M.3 Tentang Pelaporan Transaksi Efek



yang mengatakan bahwa setiap ATS wajib untuk memerikan pelaporan kepada FINRA yang nantinya akan dipublikasikan kepada masyarakat setiap minggunya. Dari hasil analisis yang telah diuraikan diatas, maka perbedaan ketentuan hukum mengenai transaksi *dark pool* di Indonesia dapat dibuat tabel perbedaan sebagai berikut :

**Tabel 4.1**  
**Perbandingan Ketentuan Hukum *Dark Pool* di Amerika dengan Indonesia**

NO	Amerika Serikat	Indonesia
1.	Telah mengatur <i>dark pool</i> sebagai <i>alternative trading system</i> (ATS). Hal ini sesuai sebagaimana yang tercantum dalam <i>section 15</i> mengenai <i>broker-dealer</i> , dan <i>National Instrument 21-101 Marketplace Operation</i> .	Di negara ini belum mengatur mengenai ATS. Saai ini, Indonesia hanya mengatur mengenai transaksi efek yang dilakukan didalam maupun di luar bursa ( <i>over the counter</i> ). Hal ini sesuai dengan yang tercantum dalam Peraturan Bapepam-LK Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek
2.	Peraturan mengenai kewajiban ATS diatur dalam SEC Act 1934 pada <i>section 15</i> tentang <i>broker-dealer</i> . Dalam peraturan tersebut dikatakan bahwa ATS harus terdaftar sebagai <i>broker-dealer</i> . Hal ini juga sesuai dengan peraturan <i>Canadian NI 21-101</i> tentang <i>Marketplace Operation</i> yang mewajibkan ATS untuk terdaftar sebagai <i>dealer, member SRO</i> (FINRA), dan mengikuti segala ketentuan terkait ATS.	Perusahaan Efek yang melakukan kegiatan usaha sebagai perantara pedagang efek atau broker, dapat melakukan kegiatan lain yang belum pernah diatur, selama memiliki izin usaha dari OJK dan tidak melanggar ketentuan undang-undang. Hal ini diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 20/POJK.04/2016.
3.	Adanya aturan yang mewajibkan pelaporan bagi setiap transaksi dalam ATS kepada FINRA yang dilakukan setiap minggunya.	Adanya aturan yang mewajibkan pelaporan kepada OJK hanyalah untuk transaksi atas efek bersifat utang dan sukuk, tidak ada aturan yang mewajibkan pelaporan atas transaksi efek berupa saham yang dilakukan oleh <i>broker-dealer</i> , sehingga tidak ada peraturan yang mengatur mengenai



		kewajiban pelaporan atas transaksi efek berupa saham yang dilakukan secara <i>dark pool</i> di Indonesia.
--	--	---

Berdasarkan tabel perbedaan diatas, maka di Amerika lebih mengatur transaksi ini dengan rinci. Hal ini berarti para pihak yang melakukan transaksi *dark pool* khususnya investor mendapat perlindungan hukum dengan kompleksitas aturan yang ada. Sedangkan di Indonesia, *dark pool* bertentangan dengan undang-undang pasar modal. Ketentuan hukum yang terkait dengan pelaksanaan *darkpool* masih sedikit dan menyebar di beberapa peraturan. Indonesia hanya mengatur beberapa ketentuan yang dapat dijadikan perlindungan bagi investor apabila terjadi kecurangan atau manipulasi dari transaksi ini.



## BAB V

### PENUTUP

#### A. Kesimpulan

Berdasarkan pada pembahasan diatas, maka dapat ditarik kesimpulan, yaitu:

Belum ada ketentuan hukum mengenai transaksi *dark pool* di Indonesia. Hal ini disebabkan transaksi *dark pool* bertentangan dengan prinsip keterbukaan yang diatur dalam undang-undang pasar modal. Transaksi ini berpotensi adanya manipulasi atau kecurangan. Untuk menghadapi hal tersebut, Peraturan OJK Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik dan Peraturan OJK Nomor 20 /POJK.04/2016 Tentang Perizinan Perusahaan Efek Yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek, dapat memberikan perlindungan hukum baik bersifat preventif maupun represif bagi investor dalam transaksi *dark pool* di Indonesia. Bagi para pihak yang melanggar ketentuan tersebut maka akan dikenakan sanksi berupa sanksi administratif.

#### B. Saran

Penulis memiliki beberapa saran terhadap pihak-pihak yang bersangkutan terkait dengan transaksi *dark pool* khususnya mengenai perlindungan bagi investor dalam transaksi ini, antara lain:

1. Bagi Pemerintah, diharapkan segera untuk mengamandemen Undang-Undang Pasar Modal pada Program Legislasi Nasional (Prolegnas) untuk menambah pasal terkait aturan penyedia sistem perdagangan alternatif (PSPA) atau

*alternative trading system*, khususnya *dark pool* agar transaksi ini mempunyai payung hukum di Indonesia.

2. Bagi Otoritas Jasa Keuangan, diharapkan dapat membuat suatu peraturan yang mengatur secara khusus terkait penyedia sistem perdagangan alternatif *dark pool* agar mekanisme serta perlindungan terhadap investor dalam transaksi ini lebih jelas kedepannya.
3. Bagi Masyarakat, untuk lebih banyak menambah wawasan terkait transaksi luar bursa, khususnya *darkpool* agar mengerti betul keuntungan dan kerugian yang mungkin terjadi di dalam transaksi tersebut.





## DAFTAR PUSTAKA

## BUKU

- Adrian Sutedi, **Segi-Segi Hukum Pasar Modal**, Jakarta : Ghalia Indonesia, 2009.
- Ali Zainuddin, **Metode Penelitian Hukum**, Jakarta: Sinar Grafika, 2011.
- Andrew Griffiths, *Corporate Governance and Corporate Control : Shareholding and the governance of Public Companies*, London : Cavendish Publishing Limited, 1995.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan *Japan International Cooperation Agency*, **Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia**, 2003.
- Bismar Nasution, **Nafas Keterbukaan Hukum Pasar Modal**, Jakarta : Universitas Indonesia Program Pasca Sarjana, 2001.
- Brown K.C dan Reilly F.K, *Analysis of Investment and Management of Portofolios*, Canada: 9th Edition, 2009.
- CST. Kansil, **Pengantar Ilmu Hukum dan Tata Hukum Indonesia**, Jakarta: Balai Pustaka, 1989.
- E.A, Koetin **Suatu Pedoman Investasi dalam Efek di Indonesia** , Jakarta :U.S. Agency for International Development – *Financial Markets Project*, 1994.
- Hamud M. Balfas, **Hukum Pasar Modal Indonesia**, Jakarta : Tata Nusa, 2006.
- Jusuf Anwar, **Seri Pasar Modal 1: Pasar Modal sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi**, PT Alumni, Bandung, 2005.
- , **Penegakan Hukum dan Pengawasan Pasar Modal Indonesia**, PT Alumni, Bandung, 2008.
- M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, **Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia**, Prenada Media, Jakarta, 2004.
- Mahmud Peter Marzuki, **Penelitian Hukum**, Jakarta : Kencana Prenada Media Group, 2005.
- Marzuki Usman, **Pasar Modal Indonesia**, Jakarta : IBI, 1994.
- Mochtar Kusumaatmadja, **Konsep-konsep Hukum Dalam Pembangunan**, Bandung: PT. Alumni, 2006

- Munir Fuady, **Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)**, Jakarta, 2011.
- Najib A. Gisymar, **Insider Trading dalam Transaksi Efek**, Bandung : Citra Aditya Bakti, 1998.
- Panji Anaroga dan Piji Pakarti, **Pengantar Pasar Modal**, Rineka Cipta, 2006.
- Prabowo Asri Prabosinta, **Prospek Penjamin Emisi Bagi Perusahaan Menengah atau Kecil**, Jakarta : STIH-IBLAM, 1997.
- Philipus M. Hadjon, **Perlindungan Hukum Bagi Rakyat di Indonesia**, Surabaya: Bina Ilmu, 1987.
- Robert W. Hamilton,, *The Law of Corporations in A Nutshell* , St.Paul Minnesota : West Publishing, 1996.
- Sitompul Asril, **Pasar Modal Penawaran Umum dan Permasalahannya**, Bandung : Citra Aditya Bakti, 1995.
- Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, **Penelitian Hukum Normatif : Suatu Tinjauan Singkat**, Jakarta : PT Raja Grafindo Persada, 2014.
- Sudikno Mertokusumo, **Mengenal Hukum Suatu Pengantar**, Yogyakarta : Liberty, 1999.
- S.Scott, Hal dan Phillip A. Wellos, *Financing Capital Market Intermediaries in East and Southeast Asia*, US : Foundation Press, 1996.
- Tavinayati dan Yulia Qamariyanti, **Hukum Pasar Modal Indonesia**, Banjarmasin : Sinar Grafika, 2009.
- Tjipto Darmadji dan Hendy M. Fakhrudin, **Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab**, Jakarta: Salemba Empat, 2001.
- Wignjosobroto Soetandyo, **Hukum Konsep dan Metode**, Malang : Setara Press, 2013.

## JURNAL

- BMO Capital Market, *Dark pools and Liquidity What is all the fuss about?*  
[http://qes.bmocm.com/papers/7\\_BMO\\_DarkPools.pdf](http://qes.bmocm.com/papers/7_BMO_DarkPools.pdf)
- Crudele, Nicholas, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law : Dark Pool Regulation: Fostering Innovation and Competition While Protecting Investors*, US, 2015.



Gary Shorter dan Rena S. Miller Specialist, *Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments*, September, 2014, <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/R43739.pdf>

*International Organization Of Securities Commissions, Principles for Dark Liquidity Final Report*, 2011 <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>

*Joint Canadian Securities Administrators/Investment Industry Regulatory Organization Of Canada, Position Paper 23-405 Dark Liquidity In The Canadian Market : Dark Liquidity in the Canadian Market*, 2010, [http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/SecuritiesCategory2/csa\\_20101119\\_23-405\\_dark-liquidity.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/documents/en/SecuritiesCategory2/csa_20101119_23-405_dark-liquidity.pdf)

Keith Ross, D, *10 Things People Don't Get About Dark Pools*, 2013.

M. Murphy, Elizabeth, *17 CFR PART 242 : Regulation of Non-Public Trading Interest*, 2009, <https://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60997.pdf>

Raharjo, Satjipto, *Penyelenggaraan Keadilan dalam Masyarakat yang sedang Berubah*, Jurnal Masalah Hukum, 1993.

Ravikiran Achuthakumar, *Dark pools of Liquidity Understanding and Technology dependencies for the future*, 2016, [http://www.bitpipe.com/detail/RES/1242162760\\_464.html](http://www.bitpipe.com/detail/RES/1242162760_464.html)

Taufik Hidayat Lubis, Bismar Nasution, Suhaidi, dan Mahmul Siregar, *Analisis Hukum Dark Pools Sebagai Bentuk Transaksi Efek Di Luar Bursa Saham*, 2016, <http://repository.usu.ac.id/bitstream/123456789/35720/4/Chapter%20II.pdf>

#### PERATURAN PERUNDANG-UNDANGAN

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tambahan Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 3608.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 21 Tahun 2011 Tambahan Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 5253.

Peraturan BAPEPAM LK No. IIIA.10 Tentang Transaksi Efek.

Peraturan Bapepam Nomor X.M.3 Tentang Pelaporan Transaksi Efek.



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

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No.20/POJK.04/2016 tentang Perizinan Perusahaan Efek yang Melakukan Kegiatan Usaha sebagai Penjamin Emisi Efek dan Perantara Pedagang Efek.

*Securities and Exchange Commission Act 1934*

*Canadian National Instrumen 21-101 Marketplace Operation*

*Canadian National Instrumen 23-101 Trading Rules*

### SKRIPSI

Rully Ramadhan Putra, **Konstruksi Hukum (*Rechtconstructie*) Perdagangan Saham di Luar Bursa Saham (*Dark pool*) dalam Hukum Pasar Modal di Indonesia**, Bandung, Fakultas hukum Universitas Parahyangan, 2009.

### INTERNET

Financial Industry Regulatory Authority, ***FINRA Makes Dark Pool Data Available Free to the Investing Public***, <http://www.finra.org/newsroom/2014/finra-makes-dark-pool-data-available-free-investing-public>, diakses pada tanggal 2 Februari 2017 pukul 16.00 WIB.

Harian Ekonomi Neraca, ***Rugikan Investor, Transaksi Dark Pool Patut Diwaspadai***, <http://www.neraca.co.id/article/18818/rugikan-investor-transaksi-dark-pool-patut-diwaspadai>, diakses pada tanggal 15 Oktober 2016 pukul 10.00 WIB.

Harian Ekonomi neraca, ***Perlindungan investor terkait transaksi dark pool***, <http://www.neraca.co.id/article/23610/lindungi-investor-ojk-didesak-atu-soal-dark-pool>, diakses pada tanggal 28 Oktober 2016 pukul 14.00 WIB.

Investopedia, ***An introduction to dark pools***  
<http://www.investopedia.com/articles/markets/050614/introduction-dark-pools.asp>, diakses pada tanggal 16.05 WIB.

KBBI, ***investasi***, <http://kbbi.web.id/investasi>, diakses pada tanggal 24 Februari 2017 pukul 17.00 WIB.

Pengertian Pakar, **Pengertian dan Jenis Investasi**,  
<http://www.pengertianpakar.com/2015/03/pengertian-dan-jenis-investasi-menurut-pakar.html>, diakses pada tanggal 24 Februari 2017 pukul 17.30 WIB.

Pialang Indonesia, **Akibat transaksi *dark pool* di Indonesia**,  
[https://issuu.com/indossari/docs/02-pi\\_oktober\\_2012](https://issuu.com/indossari/docs/02-pi_oktober_2012), diakses pada tanggal 13 November 2016 pukul 13.00 WIB.

U.S Securities and Exchange Commission, **Barclays, Credit Suisse Charged With *Dark Pool* Violations**, <https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-16.html>, diakses pada tanggal 13 November 2016 pukul 22.00 WIB.

