

**STUDI KOMPARASI PENGATURAN PRAKTIK *DARK POOLS*  
SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA  
PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA  
DI INDONESIA DAN AMERIKA**

**SKRIPSI**



**Oleh:**

**ANDHIKA PRAMANA PUTRA JUDAWINATA**

No. Mahasiswa: 16410215

**PROGRAM STUDI (S1) ILMU HUKUM  
F A K U L T A S H U K U M  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA**

**2020**

**STUDI KOMPARASI PENGATURAN PRAKTIK *DARK POOLS*  
SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA  
PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA  
DI INDONESIA DAN AMERIKA**

**SKRIPSI**

**Diajukan Untuk Memenuhi Persyaratan Guna Memperoleh Gelar Sarjana**

**(Starta-1) pada Fakultas Hukum**

**Universitas Islam Indonesia**

**Yogyakarta**

**Oleh:**

**ANDHIKA PRAMANA PUTRA JUDAWINATA**

No. Mahasiswa: 16410215

**PROGRAM STUDI (S1) ILMU HUKUM**

**F A K U L T A S H U K U M**

**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

**YOGYAKARTA**

**2020**



**STUDI KOMPARASI PENGATURAN PRAKTIK DARK POOLS  
SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA PADA  
PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA DI  
INDONESIA DAN AMERIKA**

Telah diperiksa dan disetujui Dosen Pembimbing Tugas Akhir untuk diajukan  
ke depan TIM Penguji dalam Ujian Tugas Akhir / Pendaran  
pada tanggal 10 November 2020

Yogyakarta, 10 Oktober 2020  
Dosen Pembimbing Tugas Akhir,



UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
الجامعة الإسلامية في  
الاندونيسيا

Siti Anisah, Dr. S.H., M.Hum.



**STUDI KOMPARASI PENGATURAN PRAKTIK DARK POOLS  
SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA PADA  
PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA DI  
INDONESIA DAN AMERIKA**

Telah Dipertahankan di Hadapan Tim Penguji dalam  
Ujian Tugas Akhir / Pendaran  
pada tanggal 10 November 2020 dan Dinyatakan LULUS



Yogyakarta, 10 November 2020

Tim Penguji

1. Ketua : Siti Anisah, Dr., S.H., M.Hum.
2. Anggota : Lucky Suryo Wicaksono, S.H., M.Kn., M.H.
3. Anggota : Aunur Rohim Faqih, Dr., S.H., M.Hum.

Tanda Tangan



Mengetahui:  
Universitas Islam Indonesia  
Fakultas Hukum  
Dekan,

**Dr. Abdul Jamil, S.H., M.H.**  
NIK. 904100102

**SURAT PERNYATAAN**  
**Orisinalitas Karya Tulis Ilmiah/Tugas Akhir Mahasiswa Fakultas Hukum**  
**Universitas Islam Indonesia**

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama: **ANDHIKA PRAMANA PUTRA JUDAWINATA**

No. Mahasiswa: **16410215**

Adalah benar-benar mahasiswa Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia Yogyakarta yang telah melakukan penulisan Karya Tulis Ilmiah (Tugas Akhir) berupa skripsi dengan judul: **STUDI KOMPARASI PENGATURAN PRAKTIK DARK POOLS SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA DI INDONESIA DAN AMERIKA**. Karya Tulis Ilmiah ini akan saya ajukan kepada tim penguji dalam ujian pendadaran yang diselenggarakan oleh Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia. Sehubungan dengan hal tersebut, dengan ini saya menyatakan:

1. Bahwa Karya Tulis Ilmiah ini adalah benar-benar karya saya sendiri yang dalam penyusunannya tunduk dan patuh terhadap kaidah, etika dan norma-norma penulisan sebuah karya tulis ilmiah sesuai dengan ketentuan yang berlaku;
2. Bahwa meskipun secara prinsip hak milik atas karya ilmiah ini ada pada saya, namun demi kepentingan-kepentingan yang bersifat akademik dan pengembangannya, saya memberikan kewenangan kepada Perpustakaan Fakultas Hukum UII dan Perpustakaan di lingkungan Universitas Islam Indonesia untuk mempergunakan karya ilmiah saya tersebut.

Selanjutnya berikaitan dengan hal di atas (terutama penyertaan pada butir no.1 dan no.2), saya sanggup menerima sanksi administratif, akademik, bahkan sanksi pidana, jika saya terbukti secara kuat dan meyakinkan telah melakukan perbuatan yang menyimpang dari pernyataan saya tersebut. Saya juga akan bersifat kooperatif untuk hadir, menjawab, membuktikan, melakukan pembelaan terhadap hak-hak saya serta menandatangani berita acara terkait yang menjadi hak dan kewajiban saya, di depan "Majelis" atau "Tim" Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia yang ditunjuk oleh pimpinan fakultas, apabila tanda-tanda plagiat disinyalir ada atau terjadi pada karya ilmiah saya oleh pihak Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia. Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar benarnya dan dalam kondisi sehat jasmani dan rohani, dengan sadar tidak ada tekanan dalam bentuk apapun dan oleh siapapun.

Yogyakarta, 04 Oktober 2020

Yang membuat pernyataan,



**(Andhika Pramana Putra Judawinata)**

NIM. 16410215

## CURRICULUM VITAE

1. Nama Lengkap : Andhika Pramana Putra Judawinata
2. Tempat Lahir : Kota Cirebon
3. Tanggal Lahir : 3 November 1997
4. Jenis Kelamin : Laki-laki
5. Golongan Darah : A
6. Agama : Islam
7. Alamat : Jalan Jendral Sudirman No. 12/287 Kota Cirebon
8. Identitas Orang Tua/Wali
  - a. Nama Ayah : Mochamad Maulia Judawinata  
Pekerjaan : Wiraswasta
  - b. Nama Ibu : Ratu Ratnawati  
Pekerjaan : Wiraswasta
9. Riwayat Pendidikan : - SD Islam Al-Azhar Kota Cirebon  
- SMP Kak Seto Kota Cirebon  
- SMAN 1 Kota Cirebon
10. Organisasi :
  - OSIS
  - Komunitas Peradilan Semu FH UII
11. Pengalaman Kerja :
  - Kantor Notaris & PPAT Thomas Santoso, SH
12. Pengalaman Lainnya :
  - Panitia National Moot Court Competition Abdul Kahar Mudzakkir VIII (2017).
  - Asia World Model United Nations II Bangkok (AWMUN 2019)
13. Hobi: Menikmati karunia Allah *Subhanahu wata'ala*

Yogyakarta, 17 September 2020

Yang Bersangkutan,

**(Andhika Pramana Putra Judawinata)**

NIM. 16410215

## **HALAMAN MOTTO**

*Obstacles are designed to make you stronger,*

*Blitzkrieg was state of the art military tactics used by Germany in World War II.*

*“Always blitzkrieg your obstacle, like Luftwaffe Stuka dive bombing over the  
English Channel”*

## HALAMAN PERSEMBAHAN

*Skripsi ini ku persembahkan kepada:*

*Agamaku*

*Negaraku*

*Keluargaku*

*Sahabatku-Sahabatku*

*Almamaterku*

## KATA PENGANTAR

*Assalamualaikum Wr. Wb.*

*Alhamdulillah* *rabbi'l'alamin*, puji dan syukur atas rahmat, karunia, serta hidayah yang telah diberikan Allah *Subhanahu wata'ala* yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang serta sholawat dan salam yang senantiasa tucurahkan kepada Rasulullah *Shallallahu 'alaihi wasallam* berserta semua doa dan dukungan dari orang-orang tercinta bagi penulis dalam menyelesaikan tugas akhir ini.

Tugas Akhir berupa Skripsi yang berjudul “**STUDI KOMPARASI PENGATURAN PRAKTIK *DARK POOLS* SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA DI INDONESIA DAN AMERIKA**” ini disusun sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Hukum pada Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia.

Kesulitan dan hambatan yang penulis hadapi dan lewati dalam perjalanan penulisan menyelesaikan tugas akhir ini yang tidak mungkin dapat penulis selesaikan sendiri. Berkat rahmat dari-Nya serta dukungan dan doa dari orang-orang tercinta dapat penulis atasi sampai dengan terselesaikannya tugas akhir ini. tugas akhir ini juga berkat bantuan dari dosen-dosen pembimbing, juga teman-teman penulis yang memberikan doa, dukungan, mengorbankan waktu, pikiran, tenaga dan mencurahkan ilmu dan pemikirannya dalam membantu penulis melewati tiap-tiap kesulitan yang ada.

Terselesaikannya Skripsi ini tentunya tidak terlepas dari bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Untuk itu, penulis sampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Allah *Subhanahu wata'ala* yang Maha Pengasih dan Maha Penyayang yang senantiasa memberikan rahmat dan karunia-NYA dalam segala hal kepada penulis.
2. Orang Tua tercinta dan Keluarga terkasih yang senantiasa memberikan dukungan, pengorbanan dan doa selama penulis menjalankan masa studi di Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia.
3. Lucky Suryo Wicaksono, S.H.,M.Kn.,M.H. selaku Dosen Pembimbing Tugas akhir telah berkenan memberikan waktu, tenaga, dan mencurahkan ilmunya kepada penulis dalam menyelesaikan tugas akhir ini.
4. Prof. Fathul Wahid, S.T., M.Sc., Ph.D.selaku Rektor Universitas Islam Indonesia, Dr. Abdul Jamil, S.H., M.H. selaku Dekan Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia, beserta seluruh Pimpinan Universitas dan Pimpinan Fakultas Universitas Islam Indonesia.
5. Seluruh Dosen dan Civitas Akademika Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia yang telah mendidik dan memberikan ilmu kepada penulis selama menjalankan masa studi di Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia sehingga penulis menjadi manusia terdidik.

6. Para Sahabat yang menjadi teman berpikir, teman berdiskusi, teman bermain, teman bercerita dan teman bersenda gurau, serta yang memberikan dukungan dan motivasi kepada penulis dalam berbagai hal sehingga memberikan kenikmatan, kebahagiaan dan kegembiraan hidup bagi penulis
7. Semua pihak yang telah ikut membantu penulis dalam menyelesaikan penulisan hukum ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, semoga mendapat imbalan yang setimpal dari Allah SWT. Amin

Penulis menyadari bahwa hasil penelitian ini memiliki banyak kekurangan, oleh karena itu penulis mengharapkan masukan, saran, dan kritik yang membangun dari para pembaca agar penulis mendapatkan pemahaman baru berkaitan dengan tugas akhir ini. Penulis berharap tugas akhir ini dapat bermanfaat bagi banyak orang dan dapat dijadikan rujukan bagi perkembangan ilmu hukum. Semoga penulisan Skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi masyarakat dan perkembangan ilmu pengetahuan. Atas perhatiannya, penulis mengucapkan banyak terima kasih.

*Wassalamu'alaikum Wr. Wb*

Yogyakarta, 17 September 2020

Penulis

**(Andhika Pramana Putra Judawinata)**

NIM. 16410215

## DAFTAR ISI

HALAMAN PENGANTAR.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN .....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS .....	iv
CURRICULUM VITAE .....	v
HALAMAN MOTTO .....	vi
HALAMAN PERSEMBAHAN .....	vii
KATA PENGANTAR .....	viii
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiii
ABSTRAK .....	xiv

### **BAB I PENDAHULUAN**

A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Rumusan Masalah .....	12
C. Tujuan Penelitian .....	12
D. Orisinalitas Penelitian .....	13
E. Tinjauan Pustaka .....	14
F. Definisi Operasional .....	21
G. Metode Penelitian .....	24
H. Sistematika Penulisan .....	27

### **BAB II TINJAUAN UMUM TENTANG PRAKTIK *DARK POOLS* SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DILUAR BURSA PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA DALAM PASAR MODAL**

#### **A. Tinjauan Umum tentang Perjanjian Jual Beli**

1. Pengertian Perjanjian Jual Beli .....	29
2. Syarat Sahnya Perjanjian .....	30
3. Asas-Asas Perjanjian .....	32
4. Akad Jual Beli dalam Islam ( <i>Bai'</i> ).....	34

#### **B. Tinjauan Umum tentang Pasar Modal**

1. Pengertian Pasar Modal .....	36
2. Fungsi Pasar Modal.....	38
3. Prinsip Keterbukaan dalam Pasar Modal .....	39
4. Prinsip-prinsip Pasar Modal dalam perspektif Islam .....	45
5. Instrumen Pasar Modal .....	50
a. Saham.....	52
b. Obligasi .....	53
c. Efek Derivatif.....	57
d. Kontrak Investasi Kolektif (KIK) .....	59
e. Instrumen Efek Syariah.....	60
6. Pihak terkait Pasar Modal .....	61
a. Otoritas Jasa Keuangan.....	61
b. <i>Self Regulatory Organization</i> (SRO).....	63
c. Perusahaan Efek .....	65
d. Lembaga Penunjang Pasar Modal.....	68
e. Profesi Penunjang Pasar Modal .....	72

7. Transaksi Efek .....	74
a. Pasar Perdana .....	75
b. Pasar Sekunder .....	80
1) Transaksi melalui Bursa Efek .....	84
2) Transaksi di Luar Bursa .....	88
<b>C. Tinjauan Umum tentang <i>Dark Pools</i></b>	
1. Pengertian <i>Dark Pools</i> .....	94
2. Jenis-jenis <i>Dark Pools</i> .....	96
a. <i>Crossing Networks</i> .....	96
b. <i>Broker-Dealer/Systematic Internalization Pools</i> .....	98
c. <i>Ping Destinations</i> .....	98
d. <i>Exchanged Based Pools</i> .....	99
e. <i>Consortium Pools</i> .....	100
3. Tujuan Transaksi pada <i>Dark Pools</i> .....	100
<b>BAB III PENGATURAN DAN PENGAWASAN PRAKTIK <i>DARK POOLS</i> SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA BERDASARKAN PERATURAN PASAR MODAL DI INDONESIA DAN AMERIKA</b>	
A. Pengaturan praktik <i>Dark Pools</i> sebagai bentuk Transaksi Efek di Luar Bursa Pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa berdasarkan Peraturan Pasar Modal di Indonesia dan Amerika .....	102
1. Pengaturan di Indonesia .....	120
2. Pengaturan di Amerika .....	144
B. Pengawasan terhadap praktik <i>Dark Pools</i> sebagai bentuk Transaksi Efek di Luar Bursa pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa oleh Lembaga Pengawas Pasar Modal di Indonesia dan Amerika .....	170
1. Pengawasan oleh Otoritas Jasa Keuangan di Indonesia .....	171
2. Pengawasan oleh <i>U.S. Securities and Exchange Commission</i> di Amerika .....	188
<b>BAB IV KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
A. Kesimpulan .....	217
B. Saran .....	224
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>226</b>

## DAFTAR TABEL

<b>Tabel III.A.2</b> Perbandingan Pengaturan Praktik <i>Dark Pools</i> Sebagai Bentuk Transaksi Efek Pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa di Indonesia dan Amerika.....	165
<b>Tabel III.B.1</b> Sanksi Terhadap Praktik <i>Dark Pools</i> di Amerika.....	203
<b>Tabel III.B.2</b> Perbandingan Pengawasan Terhadap Praktik <i>Dark Pools</i> Sebagai Bentuk Transaksi Efek Di Luar Bursa Pada Penyelenggara Perdagangan Di Luar Bursa Oleh Otoritas Jasa Keuangan dan <i>US Securities and Exchange Commision</i> .....	214

## ABSTRAK

*Dark pools merupakan suatu mekanisme atau tempat perdagangan efek yang melakukan transaksi efek dengan cara anonymous dan/atau tidak menampilkan informasi pra perdagangan dan pasca perdagangan pada penyelenggara perdagangan di luar bursa. Studi ini membandingkan pengaturan praktik dark pools sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa antara Indonesia dan Amerika, dan membandingkan pengawasan terhadap praktik dark pools sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa oleh lembaga pengawas pasar modal di Indonesia dan Amerika. Penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia bernama Sistem Perdagangan Alternatif, sedangkan di Amerika bernama Alternative Trading Systems. Penelitian ini merupakan penelitian hukum normatif dengan pendekatan peraturan perundang-undangan, konseptual, dan perbandingan. Pendekatan peraturan perundang-undangan yaitu mengkaji permasalahan hukum yang terdapat dalam peraturan perundang-undangan. Pendekatan konseptual dan perbandingan umumnya digunakan untuk menguraikan dan menganalisa permasalahan penelitian yang beranjak dari norma kosong. Sumber data yang digunakan sebagai bahan hukum dalam penelitian ini diperoleh dari bahan hukum primer, bahan hukum sekunder dan bahan hukum tersier. Metode Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian yang bersifat deskriptif kualitatif, yaitu mengumpulkan data sebanyak mungkin mengenai pengaturan praktik dark pools sebagai bentuk transaksi Efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia dan Amerika, dan dari data itu dikomparasikan prinsip-prinsip dan pola-pola berdasarkan bahan hukum primer, bahan hukum sekunder dan bahan hukum tersier, kemudian menarik kesimpulan dari analisis yang telah dilakukan. Sehingga menghasilkan deskripsi atau permasalahan yang berkaitan dengan penelitian ini. Hasil penelitian menunjukkan terdapat perbedaan-perbedaan dan persamaan-persamaan pengaturan dan pengawasan praktik dark pools sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa antara Indonesia dan Amerika. Penelitian ini merekomendasikan kepada Pemerintah dan OJK untuk: 1. Membuat peraturan Sistem Pasar Modal Nasional yang mengintegrasikan Bursa Efek, Transaksi di Luar Bursa dan Penyelenggara Pasar Alternatif, yang mengatur perlindungan harga efek, mengatur adanya transparansi pra perdagangan dan pasca perdagangan, dan mendorong adanya fairness bagi seluruh investor tanpa terkecuali terhadap akses pada data pra perdagangan dan pasca perdagangan. 2. Mendirikan sarana quotation bagi Penyelenggara Pasar Alternatif yang berlaku secara intermarket. 3. Membuat peraturan yang mengatur mekanisme pelaporan Penyelenggara Pasar Alternatif lebih luas lagi yang tidak hanya mengatur mekanisme pelaporan transaksi efek dan melakukan pengawasan dengan benar dan ketat terhadap Penyelenggara Pasar Alternatif.*

*Kata Kunci: Studi Komparasi, Dark Pools, Transaksi Efek di Luar Bursa, Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa*

# BAB I

## PENDAHULUAN

### A. Latar Belakang Masalah

Saat ini dunia sedang mengalami proses globalisasi ekonomi yang wujud nyatanya adalah liberalisasi pasar yang terbuka dan bebas.<sup>1</sup> Implikasi dari globalisasi ekonomi erat kaitannya dengan dunia keuangan di mana pasar modal menjadi bagianya, pasar modal seluruh dunia dengan sendirinya akan terintegrasi karena proses liberalisasi dan kemajuan teknologi informasi, indikasi dari terintegrasinya pasar modal di seluruh dunia adalah adanya kecenderungan membentuk bursa yang independen pada pasar modal, indikasi lain dari terintegrasinya pasar modal seluruh dunia adalah lalu lintas modal yang keluar masuk dari satu bursa ke bursa lain di seluruh dunia berlangsung cepat bahkan *real time* serta dalam kuantitas yang besar yang memberikan beberapa dampak pada negara-negara di dunia antara lain:<sup>2</sup>

1. Meningkatnya kapitalisasi pasar dan aktivitas perdagangan;
2. Meningkatnya partisipasi modal asing dalam pasar domestik; dan
3. Meningkatnya akses ke pasar internasional.

Dalam istilah pasar modal dikenal istilah pasar perdana dan pasar sekunder, dimana pasar perdana merupakan tempat ditransaksikan efek atau sekuritas untuk pertama kali sebelum efek tersebut dicatatkan (*listing*) di bursa

---

<sup>1</sup>M. Irsan Nasarudin dkk. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Edisi Pertama, Kencana Prenada Media, Jakarta, 2014, hlmn.21.

<sup>2</sup>*Ibid*, hlm.23.

efek.<sup>3</sup> Sedangkan pasar sekunder merupakan tempat dilakukan perdagangan efek setelah melewati masa penawaran umum di pasar perdana dan kemudian dicatatkan di bursa efek,<sup>4</sup> berdasarkan tempat perdagangannya transaksi efek di pasar sekunder dapat dilakukan melalui Transaksi Bursa dan Transaksi di Luar Bursa.<sup>5</sup>

Dalam beberapa dekade terakhir struktur pasar modal pada negara-negara di dunia mengalami perubahan signifikan yang di dorong oleh kombinasi antara teknologi, regulasi, globalisasi dan kompetisi pada pasar modal, selain itu nilai kapitalisasi pasar yang makin besar pada suatu negara membawa implikasi makin banyaknya efek yang tadinya diperdagangkan secara tersentralisasi melalui bursa efek menjadi terdesentralisasi melalui penyelenggara perdagangan di luar bursa, sehingga dampaknya likuiditas pada bursa efek menjadi terfragmentasi pada perdagangan efek model baru yang diselenggarakan oleh penyelenggara perdagangan di luar bursa.<sup>6</sup>

Dengan adanya perubahan struktur pasar modal negara-negara di dunia terdapat fenomena perdagangan pada penyelenggara perdagangan di luar bursa bursa bernama *dark pools*. *Dark Pools* merupakan bursa independen sebagai suatu tempat untuk melakukan transaksi efek di luar bursa efek. Menurut Zsuzsanna Biedermann sebagai transaksi di luar bursa *dark pools* erat

---

<sup>3</sup>Mas Rahmah, *Hukum Pasar Modal*, Ctk.Pertama, Kencana Prenada Media, Surabaya, 2019, hlm139.

<sup>4</sup>*Ibid*, hlm. 140.

<sup>5</sup>Pasal 6 Ayat 2 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

<sup>6</sup>Rhodri Preece dan Sviatoslav Rosov, “*Dark Trading and Equity Market Quality*”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 70, No. 6, Taylor & Francis, 2014, hlm.2.

kaitanya dengan *dark liquidity* karena likuiditas pada *dark pools* dan seluruh kegiatannya dilakukan pada penyelenggara perdagangan di luar bursa di luar bursa efek yang minim transparansi dan tertutup.<sup>7</sup> Adapun jenis efek yang diperdagangkan pada *dark pools* sama seperti efek yang diperdagangkan dalam bursa yaitu efek yang bersifat penyertaan (*equity*) atau saham, efek yang bersifat utang (*bond*) atau obligasi yang terdiri dari obligasi pemerintah (*government bond*) dan obligasi perusahaan (*corporate bond*), termasuk efek derivatif.<sup>8</sup> Pada beberapa negara efek yang diperdagangkan dalam *dark pools* bukan hanya efek yang tidak terdaftar dalam bursa efek, namun mencakup juga efek yang terdaftar dalam bursa. Sehingga hal tersebut menjadi suatu dasar mengapa penyelenggara perdagangan di luar bursa seperti *dark pools* disebut menyebabkan perdagangan efek terfragmentasi,<sup>9</sup> terfragmentasi dalam artian emiten dapat memindahkan efek yang dijualnya dari bursa efek ke penyelenggara perdagangan di luar bursa atau investor yang tadinya melakukan jual beli efek melalui bursa efek pindah ke penyelenggara perdagangan di luar bursa.

Di negara-negara maju praktik pada *dark pools* pada penyelenggara perdagangan di luar bursa diminati karena biaya transaksi pada *dark pools* tergolong lebih rendah dibandingkan dengan bursa, selain itu apabila melakukan perdagangan efek dalam jumlah besar dengan transaksi dilakukan

---

<sup>7</sup>Zsuzsanna Biedermann, "Off-exchange Trading, *Dark Pools* and their Regulatory Dilemmas", *Public Finance Quarterly*, REPEC, 2015, hlm.2.

<sup>8</sup>Erik Banks, *Dark Pools: Off-Exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program and Algorithmic Trading*, *Global and Financial Market Series, Second Edition*, Palgrave Macmillan, London, 2014, hlm.97.

<sup>9</sup>*Ibid*, hlm.108.

pada *dark pools* tidak memberikan pengaruh pada harga pasar karena perdagangan pada *dark pools* dilakukan secara tertutup sehingga tidak dapat dijangkau oleh pelaku pasar modal lain, kemudian likuiditas pasar yang lebih rendah pada *dark pools* menyebabkan transaksi yang dilakukan pada *dark pools* lebih efisien dibandingkan dengan bursa.<sup>10</sup>

Di Indonesia sendiri ITG sebagai salah satu perusahaan *broker-dealer* asal Amerika yang mengoperasikan *dark pools* pada tahun 2012 pernah membuka fasilitas *dark pools* di Indonesia, adapun alasan ITG itu membuka fasilitas *dark pools* di Indonesia pada saat itu karena pada berdasarkan peraturan yang ada di Indonesia memungkinkan perdagangan atau transaksi efek dilakukan di luar bursa, selain itu menurut ITG perdagangan efek di luar bursa di Indonesia tidak mengharuskan adanya batas minimal nilai transaksi dan kewajiban terkait mekanisme tertentu untuk pelaporan transaksi.<sup>11</sup> Sementara itu, menurut Ketua Asosiasi Perusahaan Efek Indonesia (APEI) pada tahun 2012 Lily Widjaja, *dark pools* bukan merupakan hal baru di Indonesia, menurutnya bila berbicara tentang *dark pools* adalah fenomena yang semakin berkembang disebabkan oleh perkembangan teknologi dan *trading* model baru, dalam bentuk yang sederhana yakni layaknya terjadi *crossing* yang dilakukan oleh perusahaan efek anggota bursa yaitu ketika mereka mendapatkan order beli dan jual pada harga yang sama maka akan ada efek yang sama, kemudian menurutnya timbul isu mengenai *price discovery* dari *dark pools* karena

---

<sup>10</sup>Garry Shorter dan Rena S. Miller, “*Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments*”, CRS Report, Congressional Research Service, 2014, hlm. 4-5.

<sup>11</sup><https://www.ft.com/content/98128c3e-eb43-11e1-984b-00144feab49a>, diakses tanggal 1 Mei 2020

perdagangannya dilakukan secara tertutup. Lily Widjaja sebagai ketua APEI pada tahun 2012 mengatakan:

“Jadi dengan membeli volume yang sama daripada mereka melempar order beli dan order jual itu ke trading sistemnya BEI, mereka melakukan match sendiri, itu bisa dilakukan karena efeknya sama, harganya sama, volumenya sama, kemudian baru dieksekusi di lantai bursa, itu kan sebenarnya bentuk dari dark order atau dark liquidity yang paling sederhana.”<sup>12</sup>

Pada Januari 2020 Ketua Dewan Komisiner OJK Wimboh Santoso menyebutkan “saat ini jumlah perusahaan sekuritas atau *broker* di pasar modal terbilang cukup banyak, tapi dari segi permodalan kecil dan transaksinya banyak dilakukan di luar bursa”.<sup>13</sup> Sebelumnya Direktur Utama Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013 Ito Warsito telah meminta Otoritas Jasa Keuangan (OJK) untuk mengatur alternatif sistem perdagangan di luar bursa terkait dengan *dark pools*, menurutnya *dark pools* sebagai fenomena yang diminati dan berjalan pada bursa-bursa internasional perlu diatur karena rawan terhadap manipulasi harga dan manipulasi pajak.<sup>14</sup> Sementara itu, Anggota Dewan Komisiner dan Kepala Eksekutif Pengawas Pasar Modal OJK pada tahun 2013 Nurhaida mengatakan sistem perdagangan seperti *dark pools* akan dimasukkan ke dalam revisi Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.<sup>15</sup>

Sebagai salah satu transaksi di luar bursa *dark pools* sangat rawan terhadap manipulasi harga maupun manipulasi pajak apabila tidak ada aturan

---

<sup>12</sup><https://economy.okezone.com/read/2012/09/07/278/686689/dark-pool-bukan-barang-baru-di-bursa>, diakses tanggal 1 Mei 2020.

<sup>13</sup><https://www.cnbcindonesia.com/market/20200117095357-17-130671/ojk-bikin-aturan-market-maker-serius-bersihkan-goreng-saham>, diakses tanggal 5 Mei 2020

<sup>14</sup><https://market.bisnis.com/read/20130110/190/130341/perdagangan-di-luar-bursa-bei-minta-ojk-aturn-alternatif-dark-pool>, diakses tanggal 5 Mei 2020

<sup>15</sup>*Ibid.*

yang secara komprehensif mengatur transaksi di luar bursa.<sup>16</sup> Selain itu apabila tidak ada transparansi pada *dark pools* tentu bertentangan dengan prinsip *disclosure* atau keterbukaan pada pasar modal. Sedangkan prinsip keterbukaan sebagai bentuk perlindungan kepada investor merupakan hal mutlak dalam pasar modal.<sup>17</sup> Munculnya praktik *dark pools* pada pasar modal dalam suatu negara biasanya didasarkan adanya transaksi efek di luar bursa yang dilakukan pada penyelenggara perdagangan di luar bursa. Di negara Uni Eropa misalnya, *dark pools* ada karena *Markets in Financial Instruments Directive II* (MiFID II) yang dikeluarkan Uni Eropa mengizinkan berdirinya penyelenggara perdagangan di luar bursa untuk melakukan transaksi di luar bursa bernama *Multilateral Trading Facility* (MTF).<sup>18</sup> Sedangkan di Amerika, *dark pools* ada karena *Regulation Alternative Trading Systems* (*Regulation ATS*) mengizinkan berdirinya penyelenggara perdagangan di luar bursa yang disebut dengan *ATS* (*Alternative Trading Systems*), bahkan *U.S. Securities and Exchange Commission*, selanjutnya disingkat SEC, menyebutkan bahwa seluruh *ATS* di Amerika pada saat ini merupakan *dark pool*.<sup>19</sup> Berdasarkan *Rules 300 (a) Regulation ATS* yang dimaksud dengan *alternative trading systems* adalah:

*“Alternative trading system means any organization, association, person, group of persons, or system that constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange within the meaning of Rule 3b-16 of this chapter; and that does not set rules governing the conduct of subscribers*

---

<sup>16</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit.*, hlmn. 280.

<sup>17</sup>M. Irsan Nasarudin, *et al. Op.Cit*, hlmn.225

<sup>18</sup>[https://www.investopedia.com/terms/m/multilateral\\_trading\\_facility.asp](https://www.investopedia.com/terms/m/multilateral_trading_facility.asp), diakses tanggal 31 Juli 2020.

<sup>19</sup><https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/alternative-trading-systems-atss>, diakses tanggal 31 Juli 2020.

*other than the conduct of such subscribers' trading on such organization, association, person, group of persons, or system; or discipline subscribers other than by exclusion from trading*<sup>20</sup>

Di Amerika berdasarkan data SEC pada 31 Maret 2020 terdapat 52 penyelenggara *dark pools* yang terdaftar atau beroperasi,<sup>21</sup> berdasarkan data Bloomberg pada tahun 2017 terdapat 40% eksekusi perdagangan efek di Amerika dilakukan melalui *dark pools*.<sup>22</sup> Di Amerika untuk mengatur transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar, sejak tahun tahun 1998 SEC di Amerika sudah mengeluarkan *Regulation ATS* yang bertujuan mengatur penyelenggara perdagangan di luar bursa yang teratur, wajar dan efisien pada perdagangan efek di luar bursa melalui ATS<sup>23</sup>, selain itu pada tahun 2005 SEC di Amerika mengeluarkan *Regulation NMS (national market system)* yang mengatur sistem pasar modal nasional Amerika, adapun tujuan dari *Regulation NMS* adalah agar terciptanya persaingan yang sehat antar bursa, baik bursa efek maupun penyelenggara perdagangan di luar bursa.<sup>24</sup>

Amerika sebagai negara pertama yang mengatur sistem transaksi Efek di luar bursa, apa yang dilakukan oleh Pemerintah Amerika tersebut kemudian diikuti oleh negara-negara lain seperti Canada, Australia atau bahkan Uni Eropa. Misalnya di Canada, pada tahun 2012 *Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC)* dan *Canadian Securities Administrators*

---

<sup>20</sup>*Rule 242.300(a) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 31 Juli 2020.

<sup>21</sup><https://www.sec.gov/foia/docs/atstlist.htm>, diakses tanggal 23 April 2020

<sup>22</sup>Sam Mamudi dan Annie Massa, “*Dark Pools*”, terdapat dalam <https://www.bloomberg.com/quicktake/dark-pools>, diakses tanggal 24 April 2020

<sup>23</sup>Nicholas Crudele, “*Dark Pool Regulation: Fostering Innovation and Competition While Protecting Investors*”, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Article.4 Vol.9 Issue.2, *Brooklyn Law School*, 2015, hlm.576,

<sup>24</sup>*Ibid*, hlm.578.

sebagai *regulator* pasar modal Canada melihat bahwa volume perdagangan pada *dark pools* meningkat, walaupun demikian IIROC menyatakan bahwa kegiatan *dark pools* jumlahnya sangat sedikit dan tidak berdampak negatif pada pasar modal Canada dimana pada saat itu hanya terdapat 2 (dua) *dark pools* yang beroperasi di CANADA. Namun IIROC pada tahun 2012 tetap melakukan revisi terhadap peraturan sistem pasar modal nasional mereka yaitu *Universal Market Integrity Rules* (UMIR) untuk mengakomodasi *dark pools*, dalam revisinya UMIR mengatur mengenai transparansi, *fairness* dan juga *price discovery* terhadap kegiatan transaksi efek melalui penyelenggara perdagangan di luar bursa seperti *dark pools* sebagai bagian dari sistem pasar modal Canada. Dampaknya berdasarkan penelitian yang dilakukan IIROC mengenai dampak revisi UMIR terhadap *dark pools* pada tahun 2015 menunjukkan perdagangan pada *dark pools* berkurang secara signifikan setelah berlakunya revisi UMIR.<sup>25</sup>

Hal yang sama dilakukan oleh Australia, walaupun pada awalnya *Australian Securities and Investment Commission* (ASIC) menyebutkan bahwa perdagangan pada *dark pools* belum mencapai titik dimana *price discovery* dirugikan, namun pada tahun 2013 ASIC tetap mengimplementasikan aturan mengenai *dark pools* melalui revisi pada *Market Integrity Rules* (MIR) yang mengatur transparansi, *fairness* dan juga *price discovery*, misalnya sebagai bentuk aturan mengenai transparansi penyelenggaran *dark pools* harus memberikan rincian informasi dan pelaporan mengenai kegiatannya, termasuk bagaimana cara kerjanya dan detail mengenai Efek yang diperdagangkan.<sup>26</sup>

---

<sup>25</sup>*Ibid*, hlm.581-583.

<sup>26</sup>*Ibid*, hlm.583-584.

Di Eropa, mulanya pada tahun 2007 Uni Eropa mengeluarkan *Market in Financial Instruments Directive I* (MiFID I) yang berlaku bagi negara anggota Uni Eropa, MiFID I merupakan sebuah aturan yang bertujuan untuk meningkatkan perlindungan investor, meningkatkan akses terhadap *cross-border market* dan persaingan di pasar keuangan di seluruh Uni Eropa. Kemudian pada tahun 2014 Uni Eropa mengeluarkan *Market in Financial Instruments Directive II* (MiFID II) yang mengatur untuk meningkatkan transparansi pada penyelenggara perdagangan di luar bursa seperti *dark pools*. Kedua aturan tersebut dianggap meruntuhkan hambatan persaingan dalam pasar modal dengan meruntuhkan monopoli bursa efek sebagai satu-satunya tempat perdagangan efek, dan mengizinkan penyelenggara perdagangan di luar bursa seperti *dark pools* untuk dapat berkembang, Sementara MiFID pertama telah mencapai tujuannya untuk meningkatkan persaingan pasar keuangan pada negara-negara Uni Eropa, namun dengan adanya MiFID II memiliki konsekuensi pasar yang tidak diinginkan yaitu pasar yang terfragmentasi dan transparansi yang buruk dari perdagangan yang tersebar di berbagai tempat perdagangan termasuk *dark pools* karena tidak adanya sistem pasar modal yang baik.<sup>27</sup>

Tidak berbeda dengan Amerika, Canada, Australia dan Uni Eropa, Indonesia pun memiliki peraturan yang mengizinkan berdirinya penyelenggara perdagangan di luar bursa untuk melakukan transaksi di luar bursa. Berdasarkan Pasal 6 ayat (2) POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek bahwa

---

<sup>27</sup>*Ibid*, hlm.584.

transaksi di pasar sekunder dapat dilakukan melalui transaksi bursa atau transaksi di luar bursa, pada ayat (3) disebutkan bahwa transaksi di luar bursa yang dilakukan dapat melalui negoisasi secara langsung antar pihak atau melalui penyelenggara perdagangan di luar bursa.<sup>28</sup> Berdasarkan penjelasan Pasal 6 ayat (3) POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang transaksi efek dijelaskan bahwa yang dimaksud dengan “penyelenggara perdagangan di luar bursa” merupakan Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan atau menggunakan sistem elektronik untuk mempertemukan Transaksi Efek antar pengguna jasa secara terus-menerus di luar Bursa Efek. Penyelenggara perdagangan di luar bursa yang telah diatur oleh Otoritas Jasa Keuangan antara lain adalah penyelenggara pasar alternatif.

Penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia bernama Penyelenggara Pasar Alternatif (PPA) yang diatur berdasarkan POJK Nomor 8/POJK/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif. Penyelenggara Pasar Alternatif, selanjutnya disingkat PPA, adalah Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan atau menggunakan Sistem Elektronik untuk mempertemukan Transaksi Efek atas Efek bersifat utang dan/atau sukuk antar pengguna jasa secara terus-menerus di luar Bursa Efek.<sup>29</sup> Walaupun PPA di Indonesia transaksi efeknya masih terbatas pada efek bersifat utang dan/atau sukuk, namun PPA tersebut tetap merupakan penyelenggara perdagangan di luar bursa apabila

---

<sup>28</sup>Pasal 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek

<sup>29</sup>Pasal 1 angka 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

mengacu pada Pasal 6 ayat (3) POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

Indonesia dan Amerika memiliki persamaan adanya peraturan yang mengizinkan transaksi efek di luar bursa melalui penyelenggara perdagangan di luar bursa yaitu melalui POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif di Indonesia dan *Regulation Alternative Trading Systems* di Amerika. Amerika sebagai negara pertama yang mengatur berdirinya penyelenggara perdagangan di luar bursa yang melakukan transaksi efek di luar bursa banyak diikuti atau dijadikan contoh oleh negara lainya, selain itu SEC menyebutkan bahwa seluruh penyelenggara perdagangan di luar bursa di Amerika pada saat ini merupakan *dark pools*. Sehingga perlu dilakukan penelitian bagaimana pengaturan penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia untuk mengantisipasi praktik *dark pools*, karena berdasarkan penjelasan umum POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif disebutkan bahwa dari sisi pengaturan perlu adanya penyempurnaan pengaturan yang lebih komprehensif bagi suatu PPA dengan melakukan penyesuaian dengan pengaturan yang sudah ada untuk Bursa Efek, Perusahaan Efek, dan standar internasional seperti *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) serta *benchmarking* dengan pengaturan di negara lain. Oleh karena itu, Penulis tertarik untuk melakukan suatu penelitian komparatif peraturan di Indonesia dan Amerika dengan subjek *dark pools* sebagai bentuk transaksi di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa, serta dengan membandingkan peran lembaga pengawas atau *regulator* pasar modal

dalam melakukan pengawasannya berdasarkan peraturan yang ada di Indonesia dengan peraturan pasar modal federal Amerika dengan judul “**Studi Komparasi Pengaturan Praktik *Dark Pools* Sebagai Bentuk Transaksi Efek Di Luar Bursa Pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa di Indonesia dan Amerika**”

#### **B. Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian diatas, maka yang menjadi pokok permasalahan dari penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaturan praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa berdasarkan peraturan pasar modal di Indonesia dan Amerika?
2. Bagaimana pengawasan terhadap praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa oleh lembaga pengawas pasar modal di Indonesia dan Amerika?

#### **C. Tujuan Penelitian**

1. Untuk mengetahui pengaturan praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi Efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa berdasarkan peraturan pasar modal di Indonesia dan Amerika.
2. Untuk mengetahui pengawasan terhadap praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa oleh lembaga pengawas pasar modal di Indonesia dan Amerika.

#### **D. Orisinalitas Penelitian**

Penelitian dengan objek serupa sebelumnya pernah dilakukan oleh Taufik Hidayat Lubis, Bismar Nasution, Suhaidi dan Mahmul Siregar yang dipublikasikan pada tahun 2016 melalui *USU Law Journal* dengan judul “Analisis Hukum *Dark Pools* Sebagai Bentuk Transaksi Efek Di Luar Bursa”.

Adapun rumusan masalah dari penelitian tersebut adalah:

1. Bagaimana transaksi efek di luar bursa melalui transaksi *dark pools* dalam peraturan pasar modal di Indonesia?
2. Potensi apakah yang dapat dilanggar oleh *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa di Indonesia?
3. Bagaimana pengawasan kegiatan *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa saham berdasarkan peraturan pasar modal di Indonesia?

Penelitian yang berbentuk jurnal tersebut lebih menekankan aspek pengawasan *dark pools* oleh Lembaga Pengawas Pasar Modal. Aspek pengaturan dalam penelitian tersebut berlandaskan peraturan yang lama yaitu Bapepam Nomor.III.A.10 Tentang Transaksi Efek sedangkan OJK telah mengeluarkan peraturan terbaru yaitu POJK Nomor 22/POJK.04.2019 Tentang Transaksi Efek, kemudian mengenai peraturan pelaporan transaksi efek dalam penelitian tersebut menggunakan landasan Keputusan BAPEPAM-LK Nomor Kep-123/BI/2009 tentang Pelaporan Transaksi Efek yang belum mengatur transaksi efek di luar bursa, sedangkan OJK telah mengeluarkan peraturan terbaru yaitu POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek yang mengatur juga mengenai transaksi di luar bursa. Dalam penelitian tersebut

tidak melakukan perbandingan peraturan dengan negara lain mengenai objek penelitian.

Penelitian di atas, meskipun memiliki objek yang sama, tetapi berbeda dengan penelitian yang Penulis lakukan. Penelitian yang Penulis lakukan lebih menekankan pada aspek pengaturan praktik *dark pools* di Indonesia dengan perbandingan negara lain, baru kemudian membahas aspek pengawasan oleh Otoritas Jasa Keuangan terhadap praktik *dark pools* dengan perbandingan pengawasan praktik *dark pools* oleh lembaga pengawas pasar modal di negara lain.

## **E. Tinjauan Pustaka**

### **1. Pengaturan Pasar Sekunder**

Pasar Sekunder merupakan tempat dilakukan perdagangan Efek setelah melewati masa penawaran umum di pasar perdana dan kemudian dicatatkan di Bursa Efek. Melalui pasar sekunder, Efek diperjualbelikan secara luas di antara para investor melalui kegiatan perdagangan di Bursa Efek. Pasar sekunder menyediakan likuiditas karena memungkinkan investor yang memiliki Efek dapat menjual kembali Efek atau instrumen keuangannya.<sup>30</sup>

Sedangkan menurut pendapat Alan N. Rechtschaffen, pasar sekunder merupakan pasar tempat instrumen keuangan dijual kembali kepada pihak lain dan pasar sekunder menjamin likuiditas dari instrumen keuangan karena memungkinkan pemegang/pemilik instrumen keuangan untuk menjual kembali instrumen keuangan yang dibelinya dari pasar perdana. Hal ini menunjukkan

---

<sup>30</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.238.

bahwa pasar sekunder itu berkaitan dengan transaksi Efek yang telah ada atau telah diterbitkan di pasar perdana. Pasar sekunder tidak menyediakan dana untuk emiten tetapi menyediakan likuiditas kepada investor pemegang Efek dengan memperjualbelikan Efek tersebut.<sup>31</sup>

Berdasarkan Pasal 1 ayat 5 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang dimaksud dengan efek adalah Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap derivatif dari Efek. Berdasarkan Pasal 1 angka 2 POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek yang dimaksud dengan transaksi efek adalah setiap aktivitas atau kontrak dalam rangka memperoleh, melepaskan, atau menggunakan efek yang mengakibatkan terjadinya peralihan kepemilikan atau tidak terjadinya peralihan kepemilikan. Berdasarkan pasal 6 ayat 2 POJK Nomor 22/POJK.04/2019 Tentang Transaksi Efek terdapat dua tempat dilakukannya transaksi Efek yaitu Transaksi Bursa dan Transaksi di Luar Bursa.

Transaksi dalam bursa efek merupakan kontrak yang dibuat oleh anggota bursa efek sesuai dengan persyaratan yang ditentukan oleh bursa efek mengenai jual beli efek, pinjam-meminjam efek, atau kontrak lain mengenai efek atau harga efek.<sup>32</sup> Bursa efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan

---

<sup>31</sup>Alan N. Rechtschaffen, *Capital Market, Derivatives and The Law*, dikutip dari Mas Rahamah, *Hukum Pasar Modal*, Ctk.Pertama, Kencana Prenada Media, Surabaya, 2019, hlm.237.

<sup>32</sup>Pasal 1 angka 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka.<sup>33</sup>

Transaksi di luar bursa adalah transaksi efek antar perusahaan efek atau antara perusahaan efek dengan pihak lain yang tidak diatur oleh bursa efek, dan transaksi efek antara pihak yang bukan perusahaan efek. Apabila transaksi efek didefinisikan sebagai suatu “kontrak” maka transaksi di luar bursa merupakan sarana untuk mengakomodasi asas kebebasan berkontrak dalam pasar modal, karena apabila suatu efek tidak tercatat dalam bursa efek, maka untuk bisa melakukan transaksi para pihak dapat melakukannya di luar bursa efek.<sup>34</sup>

Menurut IOSCO terdapat 3 (tiga) tujuan dari adanya pengaturan terhadap pasar modal, yaitu:<sup>35</sup>

- (1) Perlindungan investor
- (2) Memastikan pasar adil, efisien dan transparan
- (3) Mengurangi risiko sistemik.

Pertama, Investor harus dilindungi dari praktik yang menyesatkan, manipulatif, atau curang, termasuk *insider trading*, *front running* dan penyalahgunaan aset klien. Keterbukaan informasi yang berguna untuk keputusan investor adalah sarana yang paling penting memastikan perlindungan investor. Dengan demikian investor lebih mampu menilai potensi risiko dan imbalan atas investasi mereka sehingga investor mampu melindungi

---

<sup>33</sup>Pasal 1 angka 4 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek

<sup>34</sup>Pasal 1 angka 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

<sup>35</sup><https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, diakses tanggal 30 April 2020, hlm.5.

kepentingan mereka sendiri. Hanya pihak yang memiliki izin atau otoritas resmi yang boleh diizinkan untuk menampilkan diri ke publik sebagai penyedia jasa investasi, misalnya sebagai perantara pasar atau penyelenggara bursa. Pengawasan *market intermediaries* harus mencapai perlindungan investor dengan menetapkan minimum standar bagi pelaku pasar. Investor harus diperlakukan secara adil dan merata oleh *market intermediaries* sesuai standar yang berlaku dalam hukum modal. Harus terdapat sistem inspeksi, pengawasan dan kepatuhan yang komprehensif.<sup>36</sup>

Kedua, *fairness* dalam pasar modal terkait erat dengan perlindungan investor, khususnya, dengan pencegahan praktik perdagangan yang tidak benar (*improper trading practice*). Struktur pasar modal tidak boleh hanya menguntungkan beberapa pihak tertentu. lembaga pengawas pasar modal harus mendeteksi, menghalangi dan menghukum pihak yang melakukan manipulasi pasar dan praktik perdagangan lainnya yang tidak adil. Peraturan pasar modal harus bertujuan untuk memastikan bahwa investor diberi akses yang adil ke fasilitas dalam pasar modal dan fasilitas informasi pasar atau harga. Peraturan pasar modal juga harus mendorong praktik pasar yang memastikan adanya *fairness* terhadap order dan proses pembentukan harga yang wajar. Dalam pasar yang efisien, penyebaran informasi yang relevan tepat waktu dan tersebar luas tercermin dalam proses pembentukan harga. Transparansi dapat diartikan sebagai sejauh mana informasi tentang perdagangan (baik pra-perdagangan dan informasi pasca-perdagangan) tersedia untuk umum secara *real time*. Informasi

---

<sup>36</sup>*Ibid*, hlm.6.

pra-perdagangan menyangkut tampilan *bid* dan *offer* yang dapat diakses investor, informasi pasca perdagangan menyangkut tampilan harga dan volume semua transaksi yang telah diselesaikan oleh para pihak.

Ketiga, terkait dengan pengurangan resiko sistemik, meskipun regulator tidak dapat mencegah kegagalan finansial pada *market intermediaries*, namun pengaturan harus bertujuan untuk mengurangi risiko kegagalan tersebut (termasuk melalui syarat permodalan dan kewajiban pengendalian internal). Jika kegagalan finansial memang terjadi, regulator harus berusaha mengurangi dampak dari kegagalan itu, dan, khususnya, dengan mengisolasi institusi yang memiliki resiko mengalami kegagalan finansial.<sup>37</sup>

## 2. *Dark Pools*

*Dark Pools* merupakan sistem alternatif perdagangan di luar bursa (*alternative trading systems*) yang terutama ditujukan bagi investor institusi besar yang ingin melakukan jual beli saham dalam jumlah besar (*block sale*).<sup>38</sup> Sementara itu US Securities and Exchange Commission (SEC) di Amerika juga mengklasifikasikan *dark pools* sebagai *Alternative Trading Systems (ATS)*,<sup>39</sup> *dark pools* sebagai ATS merupakan sistem perdagangan efek yang diselenggarakan oleh penyelenggara perdagangan di luar dimana para pihak

---

<sup>37</sup>Ibid.

<sup>38</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit.*, hlm. 280.

<sup>39</sup>Luis A. Aguilar, *US Securities and Exchange Commission (SEC)*, “*Shedding Light on Dark Pools*”, 2015, terdapat dalam <https://www.sec.gov/news/statement/shedding-light-on-dark-pools.html>, diakses tanggal 5 Juni 2020.

dapat melakukan transaksi efek tanpa menginformasikan kegiatan perdagangan efeknya kepada masyarakat atau investor.<sup>40</sup>

Berdasarkan pendapat Erik Banks “*A Dark Pools is venue or mechanism containing anonymous, nondisplayed trading liquidity that is available for execution*”, yang dimaksud dengan *anonymous and nondisplayed trading liquidity* adalah bahwa transaksi Efek pada *dark pools* dilakukan secara rahasia dan tertutup yang tidak dapat diakses oleh pasar pada umumnya, transaksi tersebut biasanya menggunakan suatu *mechanism* berupa platform elektronik yang disediakan oleh penyelenggara *dark pools* untuk melakukan penyelesaian (*execution*) transaksi Efek.<sup>41</sup> Sejalan dengan itu menurut pendapat Haoxiang Zao, *dark pools* merupakan sistem perdagangan efek yang tidak mempublikasikan nilai jual harga saham.<sup>42</sup> Menurut Zsuzsanna Biedermann sebagai transaksi di luar bursa *dark pools* erat kaitanya dengan *dark liquidity* karena likuiditas pada *dark pools* dan seluruh kegiatannya dilakukan pada bursa-bursa independen yang minim transparansi dan tertutup.<sup>43</sup> Sehingga secara etimologi dapat disimpulkan penggunaan kata “*dark*” yang memiliki arti “gelap” dalam terminologi *Dark Pools* berasal dari transaksi Efek yang dilakukan secara tertutup yang tidak dapat diakses oleh pasar, sedangkan kata

---

<sup>40</sup>US Securities and Exchange Commission (SEC), “*Issues Proposals to Shed Greater Light on Dark Pools*”, terdapat dalam <https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-223.htm>. Oct.21,2009, diakses tanggal 6 Juni 2020.

<sup>41</sup>Erik Banks, *Dark Pools: The Structure and Future of Off-Exchange Trading and Liquidity, Finance and Capital Markets Series*, Palgrave Macmillan, London, 2010, hlm.3.

<sup>42</sup>Haoxiang Zao, “*Do Dark Pools Harm Price Discovery*”, *The Society for Financial Studies, Oxford University Press*, Cambridge, 2014, hlm.1.

<sup>43</sup>Zsuzsanna Biedermann, *Op.Cit*, hlm.2.

“*pool*” yang berarti “kolam” merupakan suatu tempat atau mekanisme dilakukannya transaksi Efek tersebut.

### 3. Pengawasan Pasar Modal oleh Lembaga Pengawas Pasar Modal

Terdapat dua pilar pokok dalam sistem pengawasan yang harus dikedepankan. Pilar pertama adalah sistem pengawasan berdasarkan pada prinsip kehati-hatian (*prudence*), pilar kedua adalah pengawasan yang menekankan pada keterbukaan (*disclosure*) dan perlindungan konsumen, dimana industri perbankan sangat mengedepankan prinsip kehati-hatian sedangkan industri pasar modal sangat mengedepankan prinsip keterbukaan.<sup>44</sup>

Secara umum fungsi pengawasan pasar modal yang dilaksanakan oleh lembaga pengawas dapat mengikuti tiga model yaitu *government led model*, *flexibility model* serta *cooperation model*. Pengawasan pasar modal yang dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan pada praktiknya mengikuti *government led model* dimana terdapat peran serta pemerintah yang cukup besar dalam penentuan peraturan pasar modal, dimana Otoritas Jasa Keuangan menjadi badan pengawas primer dalam pengawasan pasar modal yang meliputi aspek pembuatan peraturan, *monitoring* serta *enforcement*. Sedangkan pengawasan yang menerapkan *flexibility model* memungkinkan adanya partisipasi pasar dalam membuat struktur atas aktivitas yang dilakukan dengan tetap memenuhi kewajiban pengawasan, seperti yang dilakukan oleh *Japan Financial Service* di Jepang atau *Budesbank* di Jerman. Sedangkan *cooperation model* seperti yang diterapkan di Amerika yaitu dengan memberikan keleluasaan yang cukup

---

<sup>44</sup>Inda Rahadiyan, *Hukum Pasar Modal Di Indonesia : Pengawasan Pasar Modal Pasca Terbentuknya Otoritas Jasa Keuangan*, Ctk.Pertama, UII Press, Yogyakarta,2014, hlm.4.

kepada institusi pasar modal untuk melaksanakan aktivitas operasi pasar melalui pemberian kewenangan untuk melakukan pembuatan regulasi di pasar modal.<sup>45</sup>

Otoritas Jasa Keuangan dibentuk dengan tujuan agar keseluruhan kegiatan di dalam sektor jasa keuangan dapat terselenggara secara teratur, adil, transparan, dan akuntabel, mampu mewujudkan sistem keuangan yang tumbuh secara berkelanjutan dan stabil, dan mampu melindungi kepentingan konsumen dan masyarakat yang diwujudkan melalui adanya sistem pengaturan dan pengawasan yang terintegrasi terhadap keseluruhan kegiatan di dalam sektor jasa keuangan. Otoritas Jasa Keuangan melaksanakan tugas pengaturan dan pengawasan terhadap kegiatan jasa keuangan di sektor perbankan, pasar modal, perasuransian, dana pensiun, lembaga pembiayaan, dan lembaga jasa keuangan lainnya, antara lain 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, termasuk kewenangan perizinan kepada lembaga keuangan.<sup>46</sup>

## **F. Definisi Operasional**

### **1. Transaksi di Luar Bursa**

Transaksi di Luar Bursa adalah Transaksi Efek antar Perusahaan Efek atau antara Perusahaan Efek dengan Pihak lain yang tidak diatur oleh Bursa

---

<sup>45</sup>*Ibid*, hlm.107.

<sup>46</sup>Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Otoritas Jasa Keuangan*, Ctk.Pertama. Raih Asas Sukses (Penebar Swadaya), Jakarta, 2014, hlm.57.

Efek, dan Transaksi Efek antara Pihak yang bukan Perusahaan Efek.<sup>47</sup> Transaksi di Luar Bursa dapat dilakukan melalui negosiasi secara langsung antar Pihak atau melalui penyelenggara perdagangan di luar bursa yang telah mendapatkan izin dari Otoritas Jasa Keuangan.

## 2. *Alternative Trading System (ATS)*

*Alternative Trading System (ATS)* merupakan penyelenggara perdagangan di luar bursa di Amerika. Berdasarkan definisi *Rule 300(a) Regulation ATS*, ATS merupakan setiap organisasi, asosiasi, orang, kelompok orang, atau sistem yang menyelenggarakan memelihara, atau menyediakan tempat pasar atau fasilitas untuk mempertemukan pembeli dan penjual sekuritas atau untuk melaksanakan fungsi-fungsi yang biasa dilakukan oleh bursa efek.<sup>48</sup>

## 3. Penyelenggara Pasar Alternatif

Penyelenggara Pasar Alternatif, yang selanjutnya disingkat PPA, adalah Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan atau menggunakan Sistem Elektronik untuk mempertemukan Transaksi Efek atas Efek bersifat utang dan/atau sukuk antar pengguna jasa secara terusmenerus di luar Bursa Efek.<sup>49</sup> Efek yang diperdagangkan di PPA hanya terbatas pada Efek bersifat utang dan Sukuk yang telah dijual melalui penawaran umum, Surat Berharga

---

<sup>47</sup>Pasal 1 angka 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 Tentang Transaksi Efek

<sup>48</sup>*Rule 242.300(a) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 31 Juli 2020.

<sup>49</sup>Pasal 1 angka 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomo 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

Negara dan/atau Efek bersifat utang dan Sukuk lain yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan.<sup>50</sup>

#### 4. Pembentukan Harga (*Price Discovery*)

Terbentuknya harga Efek pada pasar modal sama seperti mekanisme terbentuknya harga barang dan jasa di pasar konvensional pada umumnya, yaitu disebabkan oleh permintaan dan penawaran, dimana pembeli dan penjual yang mempengaruhi permintaan dan penawaran yang pada akhirnya membentuk harga Efek, pertemuan antara permintaan dan penawaran tersebut menciptakan titik temu yang membentuk harga. Misalnya pada saham yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan akan menetapkan harga awal sahamnya., kemudian saham tersebut dijual ke pasar untuk diperdagangkan, saat diperdagangkan di pasar harga saham tersebut akan berubah karena permintaan dari para investor.. Saat terjadi pertemuan harga yang ditawarkan oleh seller dan harga yang diminta oleh buyer, maka itulah proses pembentukan harga.

#### 5. *Quotation*

*Quotation* merupakan tampilan harga berdasarkan data perdagangan terakhir yang menggambarkan tingkat permintaan atau penawaran atas sekuritas atau Efek tertentu.<sup>51</sup> Di Amerika yang memproduksi dan mengolah data *quotation* merupakan SRO pengolah data sekuritas yaitu *Security Information Processors* (SIP) yang terdiri dari *Joint-Industry Plans* yaitu terdiri dari *CTA Plan* dan *Consolidated Quotation Plan* (CQ Plan) yang dikelola oleh

---

<sup>50</sup>Pasal 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>51</sup>Hendy M. Fakhruddin, *Istilah Pasar Modal A-Z*, Elex Media Komputindo, Jakarta, 2013, hlm.155.

The Consolidated Tape Association (CTA) serta *Nasdaq UTP Plan* yang dikelola oleh *National Association of Securities Dealers* (NASD), sementara itu di Indonesia yang memproduksi dan mengolah data *quotation* adalah bursa efek itu sendiri.

#### 6. *National Best Bid and Offer* (NBBO)

NBBO merupakan aturan dalam *Regulation NMS* yang menuntut *broker* yang melakukan transaksi Efek harus berdasarkan *Bid* tertinggi dan *Offer* terendah berdasarkan *quotation* dari *Securities Information Processors* (SIP) atau pengolah data sekuritas.<sup>52</sup> Misalnya ada saham ABC yang dijual seharga 20 US Dollar untuk 100 lembar saham pada pasar X dan Saham ABC tersebut dijual juga di pasar Y seharga 20,5 US Dollar untuk 100 lembar saham, kemudian investor pada suatu *broker* ingin membeli saham ABC tersebut sebanyak 150 lembar saham, maka berdasarkan peraturan NBBO *broker* harus membeli seluruh 100 lembar saham ABC yang dijual dengan harga 20 US Dollar terlebih dahulu baru kemudian sisanya membeli saham ABC yang dijual di harga 20,5 US Dollar.

### G. Metode Penelitian

#### 1. Jenis Penelitian

Jenis Penelitian ini merupakan penelitian normatif, yaitu suatu metode atau cara yang dipergunakan di dalam penelitian hukum yang menggunakan bahan pustaka yang ada.<sup>53</sup>

---

<sup>52</sup><https://www.investopedia.com/terms/n/nbbo.asp>, diakses Tanggal 23 Juni 2020.

<sup>53</sup>Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, *Penelitian Hukum Normatif: Suatu Tinjauan Singkat*, Ed.1, Ctk.17,Raja Grafindo Persada, Jakarta, 2018, hlm.13.

## 2. Pendekatan Penelitian

Pendekatan dalam penelitian ini yaitu pendekatan peraturan perundang-undang, konseptual, dan perbandingan. Pendekatan peraturan perundang-undangan yaitu mengkaji permasalahan hukum yang terdapat dalam peraturan perundang-undangan. Pendekatan konseptual dan perbandingan umumnya digunakan untuk menguraikan dan menganalisa permasalahan penelitian yang beranjak dari norma kosong.<sup>54</sup> Dalam hal ini, transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa sudah diatur di Indonesia namun belum mengatur dengan konkret sehingga berpotensi adanya praktik *dark pools*, maka dari itu diperlukan perbandingan peraturan perundang-undangan dan konseptual dengan Negara lain yang sudah lebih dahulu mengatur transaksi Efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa yaitu Amerika.

## 3. Objek Penelitian

Adapun objek penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Pengaturan praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa berdasarkan peraturan pasar modal di Indonesia dan Amerika.
- b. Pengawasan terhadap praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa oleh lembaga pengawas pasar modal di Indonesia dan Amerika.

## 4. Sumber Data

---

<sup>54</sup>I Made Pasek Daintha, *Metode Penelitian Hukum Normatif*, Prenada Media Group, Jakarta, 2017, hlm.162.

Sumber data yang digunakan sebagai bahan hukum dalam penelitian ini diperoleh dari bahan hukum primer, bahan hukum sekunder dan bahan hukum tersier, yang berupa:

a. Bahan Hukum Primer

1. Kitab Undang-Undang Hukum Perdata;
2. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal;
3. Undang-Undang Nomo 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas
4. Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan;
5. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek;
6. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif;
7. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek;

b. Bahan Hukum Sekunder

Bahan hukum sekunder dalam penelitian ini terdiri dari literatur, jurnal, artikel, laporan hasil penelitian dan bahan ilmiah lain yang berkaitan dengan obyek penelitian yang bersifat menjelaskan dan menguraikan terhadap bahan hukum primer.

c. Bahan Hukum Tersier

Bahan hukum tersier merupakan pelengkap data primer dan data sekunder antara lain kamus dan ensiklopedi.

### 3. Metode Pengumpulan Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode studi pustaka, yaitu pengumpulan data yang dilakukan dengan cara studi kepustakaan dengan menelusuri dan mengecek berbagai peraturan perundang-undangan di Indonesia dan di Amerika yang terkait dengan *dark pools* sebagai bentuk transaksi Efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa, serta buku-buku, jurnal-jurnal ilmiah dan literatur lainnya yang terkait dengan permasalahan penelitian sehingga dapat dianalisis dan diambil kesimpulannya.

### 4. Metode Analisis Data

Metode Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode penelitian yang bersifat deskriptif kualitatif, yaitu mengumpulkan data sebanyak mungkin mengenai pengaturan praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi Efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia dan Amerika, dan dari data itu dikomparasikan prinsip-prinsip dan pola-pola berdasarkan bahan hukum primer, bahan hukum sekunder dan bahan hukum tersier, kemudian menarik kesimpulan dari analisis yang telah dilakukan. sehingga menghasilkan deskripsi atau permasalahan yang berkaitan dengan penelitian ini.

## H. Sistematika Penulisan

Penulisan penelitian ini dibagi menjadi 4 (empat) bab, yang terdiri:

1. BAB I, merupakan bab yang berisi pendahuluan yang menjelaskan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, orisinalitas

penelitian, tinjauan pustaka, definisi operasional, metode penelitian, dan sistematika penulisan dari penelitian ini.

2. BAB II, merupakan bab yang membahas mengenai tinjauan umum praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa dalam pasar modal.
3. BAB III, merupakan bab yang membahas tentang hasil penelitian dan pembahasan terhadap permasalahan yang diteliti yaitu:
  - a. Pengaturan praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa berdasarkan peraturan pasar modal Indonesia dan Amerika.
  - b. Pengawasan terhadap praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa oleh lembaga pengawas pasar modal di Indonesia dan Amerika.
4. BAB IV, merupakan bab yang berisi kesimpulan dan saran, kesimpulan berupa benang merah dari analisis pembahasan dari penelitian ini, serta saran yang dapat diajukan berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Peneliti.

**BAB II**

**TINJAUAN UMUM TENTANG PRAKTIK *DARK POOLS***

**SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DILUAR BURSA**

**PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA**

**DALAM PASAR MODAL**

**A. Tinjauan Umum tentang Perjanjian Jual Beli**

**1. Pengertian Perjanjian Jual Beli**

Perjanjian adalah persetujuan di mana dua pihak atau lebih saling mengikatkan diri untuk melaksanakan suatu hal yang bersifat kebendaan di bidang harta kekayaan. Berdasarkan definisi tersebut jelas menunjukkan telah terjadi persetujuan (persepakatan) antara pihak yang satu (kreditor) dan pihak yang lain (debitor), untuk melaksanakan suatu hal yang bersifat kebendaan (*zakelijk*) sebagai objek perjanjian. Objek perjanjian tersebut di bidang harta kekayaan yang dapat dinilai dengan uang.<sup>55</sup>

Istilah jual beli dalam hukum perjanjian Indonesia diadopsi dari istilah *koop en verkoop* dalam bahasa Belanda. Hukum Belanda juga mengikuti konsep *emptio vendito* yang berasal dari hukum romawi. Dalam hukum romawi istilah jual beli adalah *emptio vendito*, *Emptio* bermakna membeli, kemudian *vendito* bermakna menjual. Dari istilah tersebut terlihat hubungan yang bersifat timbal balik antara dua pihak yang melakukan perbuatan hukum yang berbeda

---

<sup>55</sup>Abdulkadir Muhammad, *Hukum Perdata Indonesia*, Ctk.Kelima, Citra Aditya Bakti, Bandung, 2014, hlm 290.

pihak yang satu melakukan tindakan hukum untuk menjual, dan pihak yang lain melakukan tindakan untuk membeli.<sup>56</sup>

## 2. Syarat Sahnya Perjanjian

Perjanjian sah dan mengikat apabila perjanjian tersebut memenuhi unsur-unsur dan syarat-syarat yang ditetapkan oleh Undang-Undang. Perjanjian yang sah dan mengikat diakui dan memiliki akibat hukum (*legally concluded contract*). Menurut ketentuan Pasal 1320 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (KUHP), setiap perjanjian selalu memiliki empat unsur melekat sebagai syarat-syarat yang ditentukan oleh Undang-Undang, yaitu:<sup>57</sup>

### a. Persetujuan Kehendak

Persetujuan kehendak adalah kesepakatan-kesepakatan seia sekata antara pihak-pihak mengenai pokok (esensi) perjanjian. Apa yang dikehendaki oleh pihak yang satu juga dikehendaki oleh pihak yang lainnya. Persetujuan itu sifatnya sudah final, tidak lagi dalam tawar-menawar. Sebelum ada persetujuan, biasanya pihak-pihak mengadakan negosiasi, pihak yang satu mengajukan penawaran kepada pihak yang lain mengenai objek perjanjian dan syarat-syaratnya. Pihak yang lain menyatakan pula kehendaknya sehingga mencapai persetujuan final. Kadang-kadang kehendak itu dinyatakan secara tegas dan kadang-kadang secara diam-diam, tetapi maksudnya menyetujui apa yang dikehendaki oleh kedua pihak.<sup>58</sup>

---

<sup>56</sup>Ridwan Khairandy, *Perjanjian Jual Beli*, Ctk.Pertama, FH UII Presss, Yogyakarta, 2016, hlm.1.

<sup>57</sup>Abdulkadir Muhammad, *Op.Cit*, hlm 299.

<sup>58</sup>*Ibid.*

Persetujuan kehendak itu bebas, tidak ada paksaan, tekanan/paksaan dari pihak manapun, murni atas kemauan sukarela pihak-pihak. Dalam pengertian persetujuan kehendak termasuk juga tidak ada kekhilafan atau penipuan. Dikatakan tidak ada paksaan apabila orang yang melakukan perbuatan itu tidak berada di bawah ancaman, baik dengan kekerasan jasmani maupun dengan upaya menakut-nakuti, misalnya, akan membuka rahasia sehingga dengan demikian orang itu terpaksa menyetujui perjanjian (Pasal 1324 KUHPerduta).<sup>59</sup>

b. Ada Kecakapan

Unsur perbuatan (kewenangan berbuat) berarti setiap pihak dalam perjanjian berwenang melakukan perbuatan hukum menurut Undang-Undang. Pihak-pihak yang bersangkutan harus memenuhi syarat-syarat, yaitu sudah dewasa atau sudah berumur 21 tahun penuh, walaupun belum 21 tahun penuh tetapi sudah pernah kawin, sehat akal (tidak gila), tidak di bawah pengampunan, dan memiliki surat kuasa apabila mewakili pihak lain.<sup>60</sup>

Berdasarkan Pasal 1330 KUHPerduta Yang tak cakap untuk membuat persetujuan adalah:

- 1) Anak yang belum dewasa;
- 2) Orang yang ditaruh di bawa pengampunan;

---

<sup>59</sup>*Ibid*, hlm.300.

<sup>60</sup>*Ibid*, hlm.301.

3) Perempuan yang telah kawin dalam hal-hal yang ditentukan undang-undang dan pada umumnya semua orang yang oleh undang-undang dilarang untuk membuat persetujuan tertentu.

c. Objek (Prestasi) Tertentu

Unsur objek (prestasi) tertentu atau dapat ditentukan berupa memberikan suatu benda bergerak atau tidak bergerak, berwujud atau tidak berwujud, melakukan suatu perbuatan tertentu atau tidak melakukan perbuatan tertentu. Suatu objek tertentu atau prestasi tertentu merupakan objek perjanjian, prestasi yang wajib dipenuhi. Prestasi itu harus tertentu atau sekurang-kurangnya dapat ditentukan. Kejelasan mengenai objek perjanjian adalah untuk memungkinkan pelaksanaan hak dan kewajiban pihak-pihak. Jika objek perjanjian atau prestasi itu kabur, tidak jelas, sulit, bahkan tidak mungkin dilaksanakan, perjanjian itu batal (*nietig, void*).<sup>61</sup>

d. Kausa Yang Halal

Berdasarkan Pasal 1337 KUHPdata suatu sebab adalah terlarang, jika sebab itu dilarang oleh undang-undang atau bila sebab itu bertentangan dengan kesusilaan atau dengan ketertiban umum. Akibat hukum perjanjian yang isi dan tujuannya tidak halal adalah “batal” (*nietig, void*). Demikian juga jika perjanjian yang dibuat itu tanpa kausa, dianggap tidak pernah ada.<sup>62</sup>

### 3. Asas-Asas Perjanjian

a. Asas *Pacta Sun Servanda*

---

<sup>61</sup>*Ibid*, hlm.302.

<sup>62</sup>*Ibid*, hlm.304.

Berdasarkan Pasal 1338 KUHPerdara semua persetujuan yang dibuat secara sah berlaku sebagai undang-undang bagi mereka yang membuatnya. Persetujuan itu tidak dapat ditarik kembali dengan sepakat kedua belah pihak atau karena alasan-alasan yang oleh undang-undang dinyatakan cukup untuk itu. Persetujuan-persetujuan itu harus dilaksanakan dengan itikad baik.<sup>63</sup>

b. Asas Kebebasan Berkontrak

Setiap orang bebas untuk mengadakan perjanjian apa saja, baik yang sudah diatur maupun belum diatur dalam undang-undang. Akan tetapi, kebebasan tersebut dibatas oleh tiga hal, yaitu tidak dilarang undang-undang, tidak bertentangan dengan ketertiban umum, dan tidak bertentangan keasusilaan.<sup>64</sup>

c. Asas Konsensual

Asas ini mempunyai arti bahwa perjanjian itu terjadi sejak saat tercapai kata sepakat (konsensus) antara pihak-pihak mengenal pokok perjanjian. Sejak saat itu perjanjian mengikat dan mempunyai akibat hukum. Berdasarkan asas ini dapat disimpulkan bahwa perjanjian yang dibuat itu cukup secara lisan saja, sebagai penjelmaan dari asas “manusia itu “dapat dipegang mulutnya”, artinya dipercaya dengan kata-kata yang diucapkannya. Akan tetapi, ada perjanjian tertentu yang dibuat secara tertulis, misalnya, perjanjian perdamaian, hibah, dan peratnggungan (asuransi). Tujuanya adalah untuk bukti lengkap mengenai apa yang mereka

---

<sup>63</sup>Pasal 1338 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

<sup>64</sup>Abdulkadir Muhammad, *Op. Cit*, hlm.295.

perjanjian. Perjanjian dengan formalitas tertentu ini disebut perjanjian formal.<sup>65</sup>

d. Asas Obligator

Asas ini mempunyai arti bahwa perjanjian yang dibuat oleh pihak-pihak itu baru dalam taraf menimbulkan hak dan kewajiban saja, belum mengalihkan hak milik. Hak milik baru beralih apabila dilakukan dengan perjanjian yang bersifat kebendaan (*zakelijke overeenkomst*), yaitu melalui penyerahan (*levering*).<sup>66</sup>

#### 4. Akad Jual Beli dalam Islam (*Bai'*)

Pandangan *fikih* tentang kepemilikan barang terdiri atas kepemilikan secara fisik (*qabd hakiki*) dan kepemilikan secara hukum (*qabd hukmi*). Dalam konteks perpindahan kepemilikan suatu barang sebagai akibat dari transaksi jual beli, kedua jenis kepemilikan tersebut sangat mungkin terjadi. *Qabd hakiki* lebih banyak terjadi pada jual beli di sektor riil. Misalnya jual beli makanan, kendaraan, dan sebagainya. Sedangkan transaksi jual beli di sektor keuangan lebih banyak berbentuk *qabd hukmi* karena bersifat non fisik.<sup>67</sup> Adapun akad yang terkait dengan pasar keuangan yaitu:

a. Akad *bai' al-musawamah*

Akad *bai' al-musawamah* adalah jual beli dengan harga yang disepakati melalui proses tawar-menawar. *Bai' al-musawamah* termasuk kedalam jenis jual beli berdasarkan penentuan harga karena akadnya

---

<sup>65</sup>*Ibid*, Hlm.296.

<sup>66</sup>*Ibid*.

<sup>67</sup>Irwan Abdalloh, Pasar Modal Syariah, Ctk.Ketiga, Elex Media Komputindo, Jakarta, 2020, hlm.49..

didasarkan pada kesepakatan harga barang. Harga barang yang ditawarkan penjual adalah harga jual bukan harga perolehan barang. Harga perolehan barang dan biaya-biaya yang ditambahkan dalam harga atau modal usaha tidak wajib disampaikan oleh penjual kepada pembeli.<sup>68</sup>

b. Akad *bai' al-murabahah*

Akad jual beli suatu barang di mana penjual menegaskan atau memberi tahu harga beli barangnya dan pembeli membayarnya dengan harga lebih mahal. Dalam akad ini penjual wajib menyebutkan perolehan barang dan keuntungan di awal transaksi sebagai harga jual sedangkan pembeli wajib menyetujui harga jual tersebut sebelum melakukan jual beli. Harga perolehan adalah harga beli ditambah dengan biaya-biaya yang dikeluarkan karena pembelian tersebut, sedangkan harga jual adalah perolehan ditambahkan dengan keuntungan.<sup>69</sup>

c. Akad *bai' al-salam*

Akad jual beli yang pembayarannya dilakukan di awal akad secara tunai sedangkan pengiriman barangnya secara tangguh dengan periode waktu pengiriman yang disepakati bersama para pihak. Barang yang dimaksud dalam akad ini biasanya adalah barang pesanan yang memerlukan waktu tertentu dalam pengerjaannya. Meskipun demikian, diperbolehkan untuk barang yang sudah jelas wujudnya, untuk pengirimannya disepakati di masa mendatang.<sup>70</sup>

---

<sup>68</sup>*Ibid*, hlm.50

<sup>69</sup>*Ibid*, hlm.51.

<sup>70</sup>*Ibid*, hlm.52.

d. Akad *bai' al-istina*

Akad jual beli yang pengiriman barangnya secara tanggung dengan pembayaran berdasarkan kesepakatan para pihak, biasanya bertahap sesuai tahapan penyelesaian pembuatan barang atau objek jual beli. Apabila dilihat dari sisi penyerahan barangnya maka akad *bai' al-istina* sama dengan akad *bai' al-salam*, dimana barang diserahkan secara tunda atau di masa datang. Perbedaan *bai' al-istina* dengan *bai'al-salam* terletak pada metode pembayarannya yang dilakukan secara bertahap.<sup>71</sup>

## **B. Tinjauan Umum Pasar Modal**

### **1. Pengertian Pasar Modal**

Secara teoritis pasar modal (*capital market*) didefinisikan sebagai perdagangan instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk modal sendiri (*stocks*) maupun hutang (*bonds*), baik yang diterbitkan oleh pemerintah (*public authorities*) maupun yang diterbitkan oleh perusahaan swasta (*private sector*). Sementara itu, secara normatif yuridis pasar modal didefinisikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya serta lembaga profesi yang berkaitan dengan Efek. Dengan demikian, pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit apabila dibandingkan dengan pasar keuangan (*financial market*).<sup>72</sup>

Pasar Modal juga mempertemukan pemilik dana (*supplier of fund*) dengan pengguna dana (*user of fund*). Kedua pihak melakukan jual beli modal

---

<sup>71</sup>*Ibid*, hlm.53.

<sup>72</sup>Inda Rahadiyan, *Op.Cit*, hlm.17.

yang berwujud Efek. Pemilik dana menyerahkan sejumlah dana dan penerima dana menyerahkan surat bukti kepemilikan berupa Efek. Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) pengertian pasar modal adalah seluruh kegiatan yang mempertemukan penawaran dan permintaan atau merupakan aktivitas memperjualbelikan surat-surat berharga.<sup>73</sup> Selain itu, pasar modal juga sering diartikan sebagai tempat transaksi pihak yang membutuhkan dana yaitu perusahaan dengan pihak yang kelebihan dana yaitu pemodal.

Secara sederhana, pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar yang memperjualbelikan berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri yang diterbitkan oleh suatu perusahaan.<sup>74</sup> Selain itu, berdasarkan pada definisi-definisi tersebut, maka secara umum dapat dijelaskan bahwa pada hakikatnya pasar modal merupakan pasar baik dalam pengertian yang konkrit maupun dalam pengertian yang abstrak. Dalam pengertian konkrit pasar modal merupakan tempat bertemunya pedagang dan pembeli Efek, sementara itu, dalam pengertian abstrak pasar modal pada surat berharga sebagai objek yang diperdagangkan, dengan demikian berbeda dengan pasar pada umumnya. Berkaitan dengan objek yang diperdagangkan, pasar modal sering diartikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (surat berharga) jangka panjang yang jatuh temponya lebih dari satu tahun.<sup>75</sup>

---

<sup>73</sup>M. Irsan Nasarudin, et al, *Op.cit*, hlm.10.

<sup>74</sup>*Ibid*, hlm.13.

<sup>75</sup>Inda Rahadiyan, *Op.Cit*, hlm.18.

## 2. Fungsi Pasar Modal

Sebagai bagian dari sistem keuangan, pasar modal memegang peranan penting dalam perekonomian suatu negara karena dapat menjadi ukuran atas perkembangan perekonomian (*leading indicator*). Perkembangan kegiatan transaksi dalam bursa yang ditunjuk oleh suatu indeks dapat menjadi ukuran bagi kondisi perekonomian suatu negara secara keseluruhan. Selain berperan sebagai *leading indicator* bagi perekonomian negara, pasar modal juga merupakan salah satu sumber pendanaan bagi pembiayaan pembangunan.<sup>76</sup> Selain sebagai suatu indikator bagi perekonomian dan sebagai sumber pembiayaan, pasar modal juga memiliki berbagai fungsi penting lain yaitu:<sup>77</sup>

### a. Fungsi Likuiditas

Pasar modal memiliki fungsi likuiditas karena pasar modal menyediakan dana yang dibutuhkan transfer modal tidak likuid (modal yang belum diinvestasikan) oleh pihak yang memiliki kelebihan modal kepada pihak yang membutuhkan modal. Bagi emiten likuiditas dapat diperoleh dengan cara menerbitkan atau menjual surat berharga, bagi investor likuiditas dijamin oleh pasar modal dengan disediakannya sarana perdagangan di pasar sekunder.

### b. Fungsi Alternatif Investasi

Pasar modal menyediakan wahan untuk alternatif investasi bagi masyarakat selain investasi di bidang property, emas, valuta asing dan sebagainya. Alternatif investasi yang ditawarkan pasar modal

---

<sup>76</sup>*Ibid*, hlm.18-19.

<sup>77</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm 15-17.

memungkinkan investor memperoleh keuntungan dengan risiko yang dapat diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas dan diversifikasi investasi.

c. Fungsi Tabungan Publik (*public saving*)

Pasar modal dapat memobilisasi tabungan jangka panjang dan menyediakan tempat bagi masyarakat yang ingin menabung dengan risiko yang sedikit. Apabila dibandingkan dengan tabungan perbankan, fungsi tabungan di pasar modal ini lebih mengarah pada tabungan investasi yang memberikan keuntungan lebih.

d. Fungsi *Public Participation*

Pasar modal memberi kesempatan masyarakat untuk berpartisipasi memilikisaham perusahaan yang *go public*, Dengan membeli saham perusahaan yang *go public*, masyarakat diberi kesempatan untuk memiliki perusahaan sehingga pasar modal memungkinkan penyebaran kepemilikan perusahaan pada lapisan masyarakat tertentu.

### 3. Prinsip Keterbukaan dalam Pasar Modal

Keterbukaan informasi memiliki beberapa terminologi dengan beragam makna. Ada yang menyebutkan keterbukaan informasi dengan istilah *transparency* atau *full disclosure principle*. Berdasarkan definisi yang luas, transparansi adalah keterbukaan atas segala informasi yang akan berimplikasi pada perubahan harga dan transaksi di pasar modal. Sementara *Black Law Dictionary* mendefinisikan *full disclosure* sebagai pengungkapan fakta material secara lengkap (*complete revelation of all material facts*).<sup>78</sup>

---

<sup>78</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.323.

Secara universal prinsip keterbukaan ini dianut di pasar modal di seluruh dunia. Prinsip keterbukaan bermakna sebagai kewajiban emiten, perusahaan publik, atau siapa saja yang terkait untuk mengungkapkan informasi sejelas, seakurat, dan selengkap mungkin mengenai fakta material yang berkaitan dengan tindakan perusahaan atau efeknya yang berpotensi kuat mempengaruhi keputusan pemegang saham atau calon investor terhadap saham, karena informasi itu berpengaruh pada efek atau harga dari efek itu sendiri.<sup>79</sup>

Keterbukaan informasi memiliki empat dimensi penting yaitu harus penuh atau lengkap (*full*), benar (*true*), jelas (*plain*), dan tepat waktu (*timely*). Oleh karena itu, informasi yang disampaikan dalam dokumen keterbukaan informasi harus merupakan informasi yang bersifat lengkap, benar, jelas dan tepat waktu, dalam bentuk yang dapat diakses oleh pelaku pasar modal. Adapun *true disclosure* mensyaratkan kebenaran dan kejujuran (*correctness and honesty*) informasi, sementara *plain disclosure* mengharuskan informasi tersebut jelas (*clear*), tidak rumit (*simple*) dan dapat dimengerti (*readily understood*).<sup>80</sup>

Berdasarkan Pasal 1 angka 2 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal 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 keputusan pemodal terhadap Efek dimaksud dan

---

<sup>79</sup>M. Irsan Nasarudin Dkk, *Op.Cit*, hlm.230.

<sup>80</sup> Mas Rahmah, *Loc.cit*.

atau harga dari Efek tersebut. Sehingga tidak hanya dibebankan kepada emiten yang menawarkan efeknya di pasar modal saja karena para pihak lain dalam pasar modal, seperti perusahaan efek, yang berhubungan dengan nasabah dan secara tidak langsung juga menawarkan atau membantu nasabahnya untuk berinvestasi di pasar modal dengan melakukan transaksi jual beli efek di pasar modal, sehingga perusahaan efek juga wajib untuk menjalankan prinsip-prinsip keterbukaan.<sup>81</sup> Keterbukaan yang dipersyaratkan oleh Undang-Undang Pasar Modal pada dasarnya mencakup dua hal, yaitu keterbukaan yang sifatnya berkala (*periodic disclosure*) dan keterbukaan yang sifatnya berdasarkan adanya informasi, peristiwa atau kejadian yang dialami oleh emiten (*episodic disclosure*).<sup>82</sup>

Informasi merupakan instrumen kunci yang sangat penting dan bernilai dalam menggerakkan kegiatan pasar modal. Informasi mempunyai peran penting di pasar modal karena digunakan sebagai dasar untuk menentukan keputusan investor, mempengaruhi transaksi perdagangan serta harga efek, bagi investor informasi merupakan hal yang sangat penting untuk pengambilan keputusan investasi karena dalam memutuskan membeli atau menjual efek, investor mendasarkan pada informasi yang tersedia. Terdapat korelasi antara perdagangan efek dan akses informasi karena perdagangan efek yang *fair* ditentukan dengan tidak adanya kesempatan pelaku pasar untuk mengakses informasi secara adil yang tersebar merata. Mengingat pentingnya peran

---

<sup>81</sup>Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia*, Ctk.Pertama, Tatanusa, Jakarta, 2019, hlm.172.

<sup>82</sup>*Ibid.*

informasi tersebut, prinsip keterbukaan informasi yang menjamin akses pelaku pasar atas informasi harus diterapkan pada kegiatan pasar modal.<sup>83</sup>

Fakta atau informasi materiel menjadi fakta atau informasi utama yang harus diasampaikan dalam dokumen keterbukaan informasi. Oleh karena itu, pertimbangan “*materiality*” menjadi sumber utama untuk keterbukaan informasi dan keseimbangan antara kewajiban keterbukaan informasi yang diharuskan peraturan perundang-undangan dan keleluasan perusahaan dalam mengkategorikan informasi yang dianggap informasi material atau bukan juga harus dipertimbangkan. Ada beragam definisi dan interpretasi mengenai informasi material. Berdasarkan definisi yang umum, informasi material merujuk pada setiap informasi yang dapat mempengaruhi pasar efek dan berpengaruh pada keputusan investasi yang wajar dari investor. Beberapa contoh informasi material meliputi hasil penjualan, pendapatan dan estimasi pendapat yang akan datang, pembagian dividen, rencana strategis, produk baru, penemuan produk dan jasa baru, perubahan jajaran pengurus, akuisisi divestasi, rencana pembiayaan, rencana penawara umum, pemasaran, *joint venture*, tindakan pemerintah, sengketa di pengadilan, tuntutan, restrukturisasi dan rekapitalisasi, negosiasi atau penghentian kontrak penting.<sup>84</sup>

Keterbukaan sebagai jiwa dari pasar modal akan memberikan peluang bagi investor yang memungkinkan sehingga dengan pertimbangan bagi investor secara rasional dapat mengambil keputusan untuk melakukan pembelian atau penjualan saham, keterbukaan dalam transaksi efek menyangkut seluruh

---

<sup>83</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit.* hlm.325.

<sup>84</sup>*Ibid*, hlm.326.

informasi mengenai keadaan usaha dari emiten yang meliputi aspek keuangan, hukum, manajemen, dan harta kekayaan perusahaan yang melakukan emisi di bursa. Setidak-tidaknya ada tiga fungsi prinsip keterbukaan dalam pasar modal:<sup>85</sup>

1. Untuk memelihara kepercayaan publik terhadap pasar yang mempunyai peranan penting bagi investor sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi karena melalui keterbukaan bisa berbentuk suatu penilaian (*judgement*) terhadap investasi, sehingga investor secara optimal dapat menentukan pilihan terhadap portofolio perusahaan.<sup>86</sup>
2. Prinsip keterbukaan berfungsi untuk menciptakan mekanisme pasar yang efisien, makin jelas informasi perusahaan maka keinginan investor untuk melakukan investasi semakin tinggi. Sebaliknya ketiadaan atau kekurangan serta tertutupnya informasi dapat menimbulkan ketidakpastian bagi investor dan konsekuensinya menimbulkan ketidakpercayaan investor dalam melakukan investasi melalui pasar modal. Kemudian konstruksi pemberian informasi secara penuh sehingga harga saham sepenuhnya merupakan refleksi dan seluruh informasi yang tersedia.<sup>87</sup>

---

<sup>85</sup>Bismar Nasution, Keterbukaan Dalam Pasar Modal, Ctk.Pertama, Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001, hlm.10.

<sup>86</sup>*Ibid*, hlm.9.

<sup>87</sup>*Ibid*, hlm.10.

3. Prinsip keterbukaan juga penting untuk mencegah terjadinya penipuan atau *fraud*.<sup>88</sup>

Dengan kewajiban adanya kewajiban prinsip keterbukaan yang mengita seluruh pihak dalam pasar modal, semua investor baik besar maupun kecil mempunyai kesempatan yang sama sehingga tercipta “*level playing field*” untuk mereka, tanpa memperhatikan apakah satu investor tersebut adalah investor institusi besar dan yang lainnya hanya seorang investor kecil. Dengan prinsip keterbukaan terjadi demokratisasi dalam penyebaran dan kesempatan untuk mendapatkan informasi dari emiten. Sehingga meminimalisir terjadinya kerugian yang diderita oleh salah satu piha karena kurangnya informasi, dan keuntungan yang dapat diambil oleh pigak lainya karena kemudahan mendapatkan informasi tersebut. Dengan keterbukaan juga terjadi kedudukan yang sama antara penjual dan pembeli sehingga penjua efek tidak akan merugikan pembeli yang akan membeli efek tersebut, terutama apabila penjual adalah orang yang dianggap mempunyai informasi orang dalam mengenai emiten yang menerbitkan efek yang akan dijual tersebut.<sup>89</sup>

Sehingga pada akhirnya keterbukaa merupakan sarana yang diberikan oleh Undang-Undang Pasar Modal untuk memberikan kesempatan kepada investor untuk menerapkan prinsip kehati-hatian dengan melakukan tindakan “teliti sebelum membeli”. Dengan prinsip keterbukaan ini pemodal dapat menimbang, meneliti dan berpikir mengenai efek yang akan dibelinya. Pemodal misalnya dapat membandingkan apakah efek yang ditawarkan lebih baik dan

---

<sup>88</sup>*Ibid*, hlm.11.

<sup>89</sup>Hamud M.Balfas, *Op.Cit*, hlm.170.

berprospek jika dibandingkan dengan efek lain dalam industri sejenis yang telah diperdagangkan di pasar. Kalau memang tidak lebih baik dan tidak berprospek, pemodal dapat memutuskan untuk apa pemodal harus membeli efek yang ditawarkan tersebut. Keterbukaan ini juga menghilangkan kesan bahwa membeli efek yang ditawarkan tersebut seperti membeli “kucing dalam karung”, yang saat ini merupakan anggapan banyak orang. Sehingga unsur spekulasi dalam investasi efek dapat diminimalisir, dan yang ada adalah keputusan yang berdasarkan informasi yang relatif lengkap dan dilakukan dengan rasional. Oleh karena itu keterbukaan yang baik akan memberikan rasa aman dan rasa tidak ditipu bagi investor, yang pada akhirnya akan memajukan pasar modal secara keseluruhan.<sup>90</sup>

#### **4. Prinsip-prinsip Pasar Modal dalam perspektif Islam**

##### **a. Larangan Riba**

Perbedaan paling signifikan antara sistem keuangan konvensional dan sistem keuangan Islam terletak pada cara kedua sistem tersebut memperlakukan riba. Sistem keuangan konvensional menjadikan riba sebagai inti dari seluruh aktivitas bisnis, bahkan menjadi sumber utama pendapatan usaha, sedangkan sistem keuangan Islam menjadikan riba sebagai variabel yang dilarang. Oleh sebab itu riba adalah variabel yang harus dihindari dalam setiap kegiatan dalam pasar modal Islam.<sup>91</sup>

Secara harfiah riba diartikan sebagai kelebihan (*excess*), tambahan (*addition*), kenaikan (*increase*), atau pertumbuhan (*growth*). Meskipun

---

<sup>90</sup>*Ibid*, hlm.171.

<sup>91</sup>Irwan Abdalloh, *Op.Cit*, hlm.22.

demikian, tidak semua kelebihan, tambahan, kenaikan maupun pertumbuhan dilarang oleh Islam atau termasuk ke dalam riba. Mayoritas ulama mendefinisikan riba sebagai suatu tambahan (harta) yang dipertukarkan (ditransaksikan), baik terjadi pada perjanjian (akad) pertama maupun pada saat perubahan perjanjian. Tambahan tersebut adalah janji yang besaran atau persentasenya dipersyaratkan pada saat awal transaksi. Dalam konteks pasar modal syariah, definisi riba adalah suatu tambahan dalam transaksi efek yang ditetapkan atau diperjanjikan di depan dan menjadi bagian tidak terpisahkan dari transaksi tersebut. Riba bersifat mengikat para pihak yang terlibat dalam transaksi.<sup>92</sup>

b. Larangan *Gharar*

*Gharar* dapat diartikan sebagai penipuan (*khid'ah*) atau ketidakjelasan/ketidakpastian (*jahalah*). Secara umum, *gharar* didefinisikan sebagai suatu ketidakpastian, ketidakjelasan atau ambiguitas. Fatwa DSN-MUI No.80 menjelaskan bahwa yang dimaksud *gharar* adalah ketidakpastian dalam suatu akad, baik mengenai kualitas, kuantitas dan waktu penyerahan objek akad. Berdasarkan definisi tersebut maka keberadaan *gharar* sangat berhubungan dengan suatu kejadian atau aktivitas di masa datang.<sup>93</sup>

c. Larangan *Maisir* dan *Qimar*

Selama ini, judi dalam muamalah sering diartikan sebagai *maisir* karena dianggap memiliki makna yang sama. *Maisir* secara harfiah bisa

---

<sup>92</sup>*Ibid*, hlm.22-23.

<sup>93</sup>*Ibid*, hlm.28.

diartikan sebagai-untung-untungan, manipulasi atau penipuan. Sementara judi yang berbentuk taruhan dalam muamalah disebut dengan *al-qimar* dan merupakan bagian dari *maisir*. Dengan demikian, *maisir* bukan hanya judi, tetapi mempunyai definisi yang lebih luas, sedangkan judi pasti termasuk *maisir*. Untuk membedakan bentuk dari *maisir* dan *qimar* dalam sebuah transaksi muamalah, secara sederhana dapat dikatakan bahwa *maisir* adalah judi yang berbentuk permainan sedangkan *qimar* adalah judi yang berbentuk taruhan.<sup>94</sup>

d. Halal dan Haram

Dalam pandangan Islam, meskipun asal segala sesuatu adalah *mubah*, tetapi tidak semua barang atau jasa dapat menjadi objek jual beli di pasar. Identifikasi pertama kali kesesuaian kegiatan muamalah dengan prinsip Islam adalah dengan melihat Kehalalan objek transaksinya. Barang atau jasa yang akan dijadikan sebagai objek transaksi wajib halal. Sebuah transaksi haram apabila barang atau jasa ditransaksikan adalah haram. Kehalalan barang atau jasa yang akan menjadi objek transaksi sudah diatur dengan jelas oleh Islam. Secara garis besar, kriteria Islam yang menjadikan suatu barang atau jasa tidak boleh atau haram menjadi objek transaksi jual beli, terdiri atas:<sup>95</sup>

1) *Haram Li-dzatihi*

Haram karena barang atau jasa tersebut (zatnya) secara jelas diharamkan oleh Islam (*Haram Li-dzatihi*). Barang atau jasa yang termasuk kategori

---

<sup>94</sup>*Ibid*, hlm.33.

<sup>95</sup>*Ibid*, hlm34.

ini misalnya riba, babi, hal yang memabukkan, bangkai binatang (selain ikan), dan sebagainya.

2) *Haram Li-ghairihi*

Haram karena bukan zatnya (*Haram Li-ghairihi*). Barang atau jasa yang dikategorikan dalam kelompok ini adalah barang atau jasa yang secara zatnya tidak haram, tetapi hal yang menjadikan terciptanya barang atau jasa tidak sesuai hukum Islam sehingga barang atau jasa tersebut menjadi haram.

3) *Mudharat*

Haram karena keberadaan barang atau jasa tersebut memberikan *mudharat* (dampak negatif) yang lebih besar dari manfaatnya. Misalnya rokok, senjata, dan sebagainya.<sup>96</sup>

e. Larangan Transaksi *Dharar*

*Dharar* merupakan setiap kegiatan atau tindakan yang mengakibatkan pihak lain terancam bahaya, teraniaya, menederita atau merugi. Dalam perspektif Islam transaksi *dharar* dalam pasar modal sangatlah luas karena banyak strategi investasi yang menggunakan cara manipulasi pasar untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya. Kegiatan manipulasi pasar selalu memberikan dampak negatif terhadap pihak lain karena dilakukan dengan mengeksploitasi ketidaktahuan pihak lain dalam bertransaksi. Eksploitasi terjadi karena diciptakan dengan sengaja oleh pelaku manipulasi pasar.<sup>97</sup> Merujuk pada fatwa DSN-MUI No.80, transaksi efek yang

---

<sup>96</sup>*Ibid*, hlm.34-35.

<sup>97</sup>*Ibid*, hlm.35-36.

termasuk *dharar* sehingga transaksi yang tidak sesuai prinsip Islam di antaranya adalah sebagai berikut:

1) *Taghrir*

Merupakan upaya mempengaruhi orang lain, baik dengan ucapan maupun tindakan yang mengandung kebohongan, agar terdorong untuk melakukan transaksi.

2) *Bai' al-ma'dum*

Merupakan jual beli yang objeknya tidak ada pada saat akad, atau jual beli atas saham yang tidak dimiliki oleh pihak penjual. Termasuk dalam kategori ini adalah *bai' al-maksyuf* yang intinya yaitu penjual tidak memiliki barangnya, bisa disebabkan karena tidak diizinkan oleh pemilik barang atau sebab lainnya.<sup>98</sup>

3) *Ikhtikar*

Merupakan membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat dan kemudian menimbunya dengan tujuan untuk menjual kembali pada saat harga mahal.

4) *Ghabn*

Merupakan ketidakseimbangan antara dua barang yang dipertukarkan dalam suatu akad, baik segi kualitas maupun kuantitasnya. Termasuk di dalamnya adalah *ghabn fahisy* dan *tallaqi al-rukban* yaitu menjual dengan harga jauh di bawah harga pasar karena ketidaktahuan penjual atas harga barang sebenarnya.

---

<sup>98</sup>*Ibid*, hlm.37.

5) *Tadlis*

Merupakan tindakan menyembunyikan kecacatan objek akad yang dilakukan oleh penjual untuk mengelabui pembeli seolah-olah objek akad tersebut tidak cacat.<sup>99</sup>

6) *Tanajusy/Najsy*

Merupakan tindakan menawar barang dengan harga lebih tinggi oleh pihak yang tidak bermaksud membelinya dengan tujuan untuk menciptakan kesan seolah-olah banyak pihak yang berminat membelinya.<sup>100</sup>

## 5. Instrumen Pasar Modal

Modal atau dana yang diperdagangkan dalam pasar modal diwujudkan dalam bentuk surat berharga atau dalam terminologi *financial market* disebut Efek yang berupa saham, obligasi atau sertifikat atas saham atau dalam bentuk surat berharga yaitu surat berharga yang merupakan *derivative* dari bentuk surat berharga saham atau sertifikat yang diperjualbelikan di pasar modal tersebut. Dalam Bahasa Inggris disebut *securities*, dalam bahasa Belanda disebut *effecten*, dan dalam bahasa Latin disebut *effectus*. Kata *securities* bersumber pada pengetahuan bahwa surat berharga tersebut memberikan garansi atau jaminan yang dapat dicairkan (*liquid*).<sup>101</sup> Apabila merujuk pada definisi di atas maka pada dasarnya Efek adalah surat berharga yang bersifat penyertaan (*equity*) seperti saham atau surat berharga bersifat utang misalnya obligasi dan Efek

---

<sup>99</sup>*Ibid*, hlm.38-39.

<sup>100</sup>*Ibid*, hlm.40.

<sup>101</sup>M. Irsan Nasarudin dkk, *Op.Cit*, hlm.11.

derivatif/efek turunan. Surat berharga adalah surat pengakuan utang, wesel, saham, obligasi, sekuritas kredit, atau setiap derivatifnya, atau kepentingan lain, atau suatu kewajiban dari penerbit dalam bentuk yang lazim diperdagangkan dalam pasar modal (*securities*).<sup>102</sup>

Penyertaan modal ini pada dasarnya bersifat permanen dalam arti investor tidak dapat menarik kembali apa yang telah disetorkan tersebut dan Emiten pun tidak dapat mengembalikan jumlah penyeteroran kepada investor kecuali dalam hal terjadi likuidasi. Apabila investor memutuskan untuk tidak berpartisipasi lagi dalam penyertaan, dan dengan demikian keluar sebagai pemodal, maka yang dapat dilakukannya adalah mengalihkan Efek yang dimilikinya kepada pihak lain misalnya menjual dan dengan demikian mendapatkan kembali uang penyeteroran, maupun penambahannya/pertumbuhan atas modal tersebut (*capital gain*), atau sebaliknya mendapatkan/mengakibatkan terjadinya kerugian (*capital loss*).<sup>103</sup>

Efek sebagai suatu surat berharga merupakan bagian dari kekayaan (*property*). *Property* berasal dari kata *proprius* yang berarti milik seseorang. Hak atas kekayaan secara sederhana diartikan sebagai hak eksklusif untuk mengontrol, mendominasi, menggunakan, dan menikmati sesuatu. Kekayaan memberikan pemiliknya seperangkat hak atas kepemilikan, kesenangan, kontrol, dan dominasi atas objek, ide atau sensasi. Ada tiga sifat utama dari kekayaan, yaitu (1) universalitas (*universality*) bahwa semua kekayaan berwujud ada pemiliknya yang dapat diakui secara universal, (2) eksklusivitas

---

<sup>102</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.118.

<sup>103</sup>Hamud M. Balfas, *Op.Cit*, hlm.89.

(*exclusivity*) bahwa hanya pemiliknya yang berhak atas kekayaan tersebut, (3) dapat dialihkan atau transferabilitas (*transferability*) yaitu kemampuan untuk dapat dijual atau dialihkan.<sup>104</sup> Adapun jenis-jenis Efek dalam pasar modal adalah:

a. Saham

Saham merupakan salah satu komoditas keuangan yang diperdagangkan di pasar modal yang paling populer. Saham adalah bentuk penyertaan (kepemilikan) terhadap suatu perusahaan. Wujud kepemilikan (penyertaan) bahwa para pemegang saham memiliki seprangkat hak seperti hak bersuara dalam RUPS, *residual claim* dan sejenisnya. Saham sebagai instrumen keuangan berbentuk ekuitas dapat dibeli dan dijual oleh perorangan atau lembaga di pasar tempat saham tersebut diperjualbelikan. Sehingga saham merupakan surat berharga sebagai bukti penyertaan atau kepemilikan individu maupun institusi dalam suatu perusahaan, untuk mendapatkannya dapat dengan cara melalui perdagangan dalam pasar modal.<sup>105</sup>

Saham dianggap sebagai bentuk penyertaan dalam suatu Perseroan Terbatas (PT) mengingat saham merupakan unsur dalam permodalan suatu Perseroan Terbatas. Dalam hal ini saham merupakan penyertaan yang berbentuk pemasukan modal dari pemegang saham ke dalam kas suatu Perseroan Terbatas. Salah satu sifat utama dari saham adalah bahwa sekali disetorkan oleh pemegang saham maka tidak dapat ditarik kembali, apabila

---

<sup>104</sup>Mas Rahmah. *Loc.Cit.*

<sup>105</sup>Nor Hadi, *Pasar Modal*, Edisi 2, Graha Ilmu, Yogyakarta, 2015, hlm.117.

pemegang saham yang telah menyetorkan modal ingin menarik kembali setorannya kepada Perseroan Terbatas maka satu-satunya cara yang dapat dilakukan oleh pemegang saham adalah dengan melakukan pemindahan hak atas saham-saham yang dimilikinya kepada pihak lain, misalnya melalui penjualan atas saham tersebut. Selain itu pemegang saham juga dapat memperoleh kembali penyetorannya dalam keadaan dimana Perseroan Terbatas dilikuidasi. Dalam kaitan demikianlah diciptakan bursa yang salah satunya berperan sebagai saran untuk memberikan kemeduhan bagi pengahian ha katas saham sebagaimana dimaksud.<sup>106</sup>

b. Obligasi (*Bond*)

Obligasi atau yang dalam Bahasa Inggris disebut *Bond*, merupakan surat yang menyatakan bahwa satu pihak berhutang kepada pihak lainnya. Perbedaan antara obligasi dengan hutang piutang biasa adalah bahwa dalam hutang piutang biasa hubungan hukum terjadi antara satu orang perorangan dengan orang perorangan yang lain atau terjadi di antara lembaga dengan orang perorangan ataupun antara beberapa pemberi pinjaman (kreditur) berhadapan dengan seorang peminjam (debitur). Sementara itu obligasi lebih bersifat hubungan hukum antara satu peminjam dengan sekelompok pemberi pinjaman yang jumlahnya ratusan, ribuan atau bahkan ratusan ribu.<sup>107</sup> Pada prinsipnya, obligasi merupakan Efek yang bersifat utang (*debt securities*). Efek bersifat utang umumnya memberikan pengembalian secara periodik berupa bunga yang biasa disebut kupon, dan wajib mengembalikan

---

<sup>106</sup>Inda Rahadiyan, *Op.Cit.* hlm.60.

<sup>107</sup>*Ibid*, hlm.66

investasi pokok dari investor pada saat obligasi tersebut jatuh tempo. Kewajiban untuk memberi bunga dan mengembalikan investasi/pokok utang investor merupakan kewajiban hukum penerbit Efek bersifat utang/obligasi.<sup>108</sup>

Obligasi merupakan kontrak antara pemberi pinjaman dengan peminjam, sehingga surat obligasi adalah selembar kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas tersebut memberik pinjaman kepada yang diberi pinjaman melalui sebuah kontrak, dan akibat adanya kontrak tersebut pemberi pinjaman memiliki hak untuk dibayar kembali pada waktu dan dengan jumlah tertentu. Obligasi termasuk salah satu jenis Efek pendapatan tetap (*Fixed income securities*). *Fixed income securities* (FIS) adalah semua jenis Efek atau surat berharga yang dapat memberikan pendapatan tetap atau pasti kepada pemegangnya.<sup>109</sup>

Ketika dilakukan penerbitan obligasi, terdapat perlakuan yang sedikit berbeda dengan penerbitan saham yaitu sebelum obligasi ditawarkan kepada masyarakat (pemodal) harus diperingkat (*rating*) oleh lembaga pemeringkat (*rating agency*) terlebih dahulu. Pemeringkatan ini berguna untuk menilai penerbit obligasi dari berbagai faktor yang secara langsung maupun tidak langsung. Hasil pemeringkatan oleh *rating agency* dikategorikan menjadi dua yaitu *investment grade* dan *non investment grade*. Untuk melakukan pemeringkatan obligasi dilakukan oleh lembaga pemeringkat resmi. *Rating Agency* di Dunia yang terbesar dan terkenal

---

<sup>108</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit.* hlm.128.

<sup>109</sup>Nor Hadi, *Op.Cit.*, hlm.183.

adalah *Moody's* dan *Standard and Poor's*, adapun di Indonesia lembaga pemeringkat yang diakui adalah PT Pemeringkat Efek Indonesia (PT Perfindo) yang mana operasinya bekerjasama dengan Standard and Poor's.<sup>110</sup>

Adapun berdasarkan jenisnya obligasi dapat dibedakan menjadi:

1) Dilihat dari penerbitnya (*Issuer*)

a) Obligasi Pemerintah (*Government Bond*)

Merupakan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah sebagai upaya pemerintah untuk mencari sumber dana dalam memenuhi kebutuhan pembiayaan negara. Jika pemerintah menerbitkan obligasi berarti pemerintah memiliki hutang jangka panjang kepada siapa aja yang memegang obligasi, sehingga sebagai bentuk kompensasi kontrak obligasi tersebut pemerintah memberikan tingkat bunga atau bagi hasil jika obligasi berbasis syariah, kepada para pihak yang memegang obligasi. Obligasi yang diterbitkan pemerintah tergolong *risk free rate*, karena kecil kemungkinan terjadinya wanprestasi. Pemerintah Indonesia juga menerbitkan obligasi yaitu Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dapat juga disebut Sukuk Negara. Di Amerika, pemerintah daerah atau negara bagian juga mengeluarkan obligasi untuk memenuhi kebutuhan pembiayaannya.

b) Obligasi perusahaan milik negara (*State Owned Company Bond*)

---

<sup>110</sup>*Ibid*, hlm.184.

Merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan milik pemerintah atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Contoh penerbit obligasi jenis ini adalah BTN, PLN, Jasa Marga, Pegadaian atau Inalum.<sup>111</sup>

c) Obligasi perusahaan swasta (*Corporate Bond*)

Merupakan Obligasi yang diterbitkan perusahaan swasta murni. Sebagian besar obligasi yang diperdagangkan di Bursa merupakan obligasi jenis ini. Contoh penerbit obligasi adalah Astra Internasional, Ciputra Development, Tjiwi Kimia dan lain-lain.

2) Dilihat dari tempat penerbitanya

a) *Domestic Bond* (obligasi domestik)

*Domestic Bond* merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan atau lembaga dalam negeri dan dipasarkan di pasar modal di mana obligasi tersebut diterbitkan. Obligasi jenis ini, misalnya obligasi PLN yang di pasarkan di dalam negeri.

b) *Foreign Bond* (obligasi asing)

*Foreign Bond* Merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan atau lembaga asing dan dipasarkan di mana obligasi tersebut diterbitkan.

c) *Global Bond*

---

<sup>111</sup>*Ibid*, hlm.186.

*Global Bond* Merupakan obligasi yang diterbitkan untuk diperdagangkan di manapun tanpa adanya keterbatasan tempat penerbitan atau tempat perdagangan tertentu.<sup>112</sup>

c. Efek Derivatif

1) *Right*

*Right* adalah instrumen derivatif yang ditawarkan kepada publik melalui pasar modal sesuai dengan mekanisme yang berlaku di pasar modal. Adapun yang dimaksud dengan *right* adalah penerbitan surat hak kepada pemegang saham lama perusahaan publik untuk membeli saham baru yang hendak diterbitkan. Dengan *right* itu pemegang saham lama berhak untuk didahulukan mendapatkan penawaran beli dari perusahaan secara proporsional pada harga yang telah ditetapkan sebelumnya untuk jangka waktu pendek, tetapi pemilik *right* tidak mendapatkan dividen, karena *right* bukan bukti kepemilikan (*equity*).<sup>113</sup>

2) *Option*

*Option* merupakan suatu hak istimewa untuk membeli atau menjual, menerima atau menyerahkan harta benda sesuai dengan syarat-syarat yang telah disetujui dan biasanya dengan ganti rugi atau harga. Sedangkan dalam hubungannya dengan saham *option* adalah hak kontraktual, tetapi bukan merupakan kewajiban yang diberikan kepada pemilik hak untuk menjual atau membeli sejumlah tertentu saham dengan harga tertentu pada suatu waktu tertentu. *Option* mempunyai dua

---

<sup>112</sup>*Ibid*, hlm.188.

<sup>113</sup>M. Irsan Nasarudin dkk. *Op.Cit*, hlm.203.

tipe, yaitu *call option* dan *put option*. Yang dimaksud dengan *call option* adalah “*option to buy*”, opsi yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli tidak hanya saham, tetapi juga aset keuangan (*financial asset*) yang telah ditentukan jumlah, harga dan waktunya. Sedangkan *put option* adalah “*option to sell*”, berdasarkan penjelasan Pasal 1 angka 5 UUPM adalah hak yang dimiliki oleh pihak untuk membeli atau menjual kepada pihak lain sejumlah Efek pada harga dan dalam waktu tertentu.<sup>114</sup>

### 3) *Warrant*

*Warrant* atau warran adalah suatu opsi untuk membeli sejumlah tertentu instrumen keuangan (saham) pada waktu tertentu dengan harga tertentu.<sup>115</sup> Waran memberikan kepada pemegangnya unuk menukarkan atau melaksanakan waran yang dimilikinya untuk ditukarkan ke dalam bentuk kepemilikan saham denga melakukan penyetoran sejumlah uang tertentu pada perseroan yang telah ditentukan terlebih dahulu. Mengenai ketentuan dalam pemberiannya, waran dapat diberikan kepada siapapun berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Waran dapat diberikan baik kepada para pemegang saham maupun kepada bukan pemegang saham dengan harapan agar waran-waran yang telah diterbitkan akan digunakan oleh pemegangnya untuk melakukan penebusan atas saham yang dikeluarkan oleh perseroan. Penebusan dimaksud dilakukan dengan melakukan penyetoran atas sejumlah uang

---

<sup>114</sup>*Ibid*, hlm.204.

<sup>115</sup>*Ibid*.

sebagai pelaksanaan (*exercise*) atas hak menebus saham yang terdapat di dalam waran. Dengan demikian setelah awan dilaksanakan maka pemegang warang kemudian berkedudukan sebagai pemegang saham pada perseroan yang menerbitkan waran.<sup>116</sup>

d. Kontrak Investasi Kolektif (KIK)

1) Efek Beragun Aset (EBA)

Efek Beragun Aset adalah Efek yang diterbitkan oleh Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (KIK-EBA) yang portofolionya terdiri dari aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan kartu kredit, tagihan yang timbul di kemudian hari (*future receivables*), pemberian kredit termasuk KPR (Kredit Pemilikan Rumah/KPR atau apartemen), Efek bersifat hutang yang dijamin oleh Pemerintah, Sarana Peningkatan Kredit (*Credit Enhancement*) /Arus Kas (*Cash Flow*), serta aset keuangan setara dan aset keuangan lain yang berkaitan dengan aset keuangan tersebut.<sup>117</sup>

2) Reksa Dana

Reksa Dana adalah wadah untuk menghimpun dana masyarakat yang dikelola oleh badan hukum yang bernama Manajer Investasi, untuk kemudian diinvestasikan ke dalam surat berharga seperti: saham, obligasi, dan instrumen pasar uang. Bentuk hukum Reksa Dana dapat berupa Perseroan atau berupa Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Selain

---

<sup>116</sup>Inda Rahadiyan, *Op.Cit*, hlm 69.

<sup>117</sup><https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/CMS/Category/77>, diakses tanggal 30 Juli 2020.

itu Reksa Dana juga dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu Reksa Dana Tertutup dan Reksa Dana Terbuka. Dalam perkembangannya, saat ini Reksa Dana yang paling banyak berkembang di Indonesia adalah Reksa Dana berbentuk hukum Kontrak Investasi Kolektif (KIK) dan bersifat Terbuka. Reksa Dana Terbuka adalah Reksa Dana yang dapat dibeli dan dijual sewaktu-waktu setiap hari bursa.<sup>118</sup>

e. Instrumen Efek Syariah

1) Saham Syariah

Saham syariah adalah efek berbasis ekuitas (penyertaan) yang memenuhi prinsip Islam. Seleksi saham syariah terdiri atas dua kriteria utama, yaitu jenis usaha dan cara perusahaan mengelola usahanya. Jenis usaha merujuk kepada halal haramnya produk atau barang/jasa yang dihasilkan perusahaan, sedangkan cara pengelolaan perusahaan merujuk kepada berapa besar komposisi riba dalam keuangan perusahaan.<sup>119</sup>

Untuk memudahkan pelaku pasar dalam melakukan transaksi efek syariah, OJK telah mengeluarkan peraturan tentang Daftar Efek Syariah (DES) sejak tahun 2007. DES adalah kumpulan efek yang tidak bertentangan dengan prinsi-prinsip syariah di pasar modal. Terdapat dua jenis DES yang terdapat dalam pasar modal Indonesia. Pertama, DES yang diterbitkan dan ditetapkan oleh OJK. Kedua, DES khusus yang

---

<sup>118</sup><https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/CMS/Category/70>, diakses tanggal 30 Juli 2020

<sup>119</sup>Irwan Abdalloh, *Op.Cit*, hlm.88.

diterbitkan oleh pihak lain yang mendapatkan izin atau persetujuan OJK.<sup>120</sup>

## 2) Sukuk

Sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'undivided share*), atas aset yang mendasarinya.<sup>121</sup>

Sukuk berbeda dengan obligasi meskipun keduanya termasuk efek pendapatan tetap karena obligasi berbasis surat utang (*debt securities*) sedangkan sukuk berbasis sekuritisasi aset (*asset securitization*).

Sehingga sukuk tidak tepat disebut sebagai obligasi syariah karena sukuk menggunakan akad pembiayaan sedangkan obligasi menggunakan akad pinjaman. Sedangkan yang dimaksud dengan sekuritisasi aset adalah hasil konversi aset riil yang menjadi produk keuangan (sekuritas) untuk jangka waktu tertentu. Karena termasuk sekuritisasi aset, maka sukuk harus mempunyai aset yang jelas sebagai dasar penerbitanya (*underlying asset*).<sup>122</sup>

## 6. Pihak terkait Pasar Modal

### a. Otoritas Jasa Keuangan (OJK)

Sebelum terbit Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, struktur pasar modal di Indonesia di bawah pengawasan kementerian keuangan yang secara operasional

---

<sup>120</sup>*Ibid*, hlm.85.

<sup>121</sup>Pasal 1 angka 1 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk.

<sup>122</sup>Irwan Abdalloh, *Op.Cit*, hlm.95.

diselenggarakan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK). Namun, setelah dikeluarkannya UU OJK tersebut pengawasan Pasar Modal berada di bawah kewenangan Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Otoritas Jasa Keuangan adalah lembaga yang independen dalam melaksanakan tugas dan wewenangnya, bebas dari campur tangan lain, kecuali untuk hal-hal yang secara tegas diatur dalam Undang-Undang.<sup>123</sup>

Berdasarkan Pasal 6 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, OJK melaksanakan tugas pengaturan dan pengawasan terhadap:

1. Kegiatan jasa keuangan di sektor perbankan;
2. Kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal; dan
3. Kegiatan jasa keuangan di sektor Perasuransian, Dana Pensiun, Lembaga Pembiayaan, dan Lembaga Jasa Keuangan Lainnya.

Otoritas Jasa Keuangan memiliki peran dan fungsi menyelenggarakan sistem pengaturan dan pengawasan yang terintegrasi terhadap keseluruhan kegiatan di dalam sektor keuangan, yaitu memiliki keuangan secara sinergis integrative mulai dari pemberian ijin, pengawasan operasional, penyelidikan dan penyidikan pelanggaran, edukasi serta perlindungan terhadap konsumen. Otoritas Jasa Keuangan memiliki kewajiban dan tanggung jawab melakukan pengaturan institusi-institusi keuangan lewat penerbitan peraturan perundang-undangan, serta pengawasan terhadap kesehatan lembaga keuangan.<sup>124</sup>

---

<sup>123</sup> Pasal 1 angka 1 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

<sup>124</sup>Nor Hadi, *Op.Cit*, hlm.29.

b. *Self Regulatory Organization (SRO)*

SRO adalah lembaga yang mampu mengatur diri dan anggotanya dengan membuat aturan untuk kegiatan lembaga atau keanggotaan dari lembaga itu sendiri, termasuk melakukan penegakan dan pengawasan (*surveillance*) serta pemberian sanksi dalam hal terjadi pelanggaran atas peraturan tersebut. SRO merupakan organisasi bisnis non-pemerintah yang diberi tanggung jawab otoritas pasar modal untuk membuat aturan, memberi izin dan mengawasi kegiatan operasional dan perilaku bisnis anggotanya dalam rangka melindungi investor masyarakat dari tindakan pelaku pasar modal yang tidak jujur. Pengaturan dan pengawasan perilaku oleh SRO ditujukan untuk menjamin *fairness* dan transparansi agar tercipta kegiatan pasar modal. Makna mengatur (*regulate*) pada SRO adalah tindakan untuk mengorganisasi dan mengontrol aktivitas atau proses bisnisnya dengan membuat rangkaian aturan atau ketentuan hukum.<sup>125</sup> Adapun SRO terdiri dari:

1) Bursa Efek

Bursa efek adalah tempat atau fasilitas untuk melakukan pembelian dan penjualan efek secara terorganisasi. UUPM memberikan definisi bursa efek sebagai pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan/atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka.<sup>126</sup>

---

<sup>125</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.56.

<sup>126</sup>*Ibid*, hlm.65.

Mengenai fungsi dari Bursa efek, bursa efek berfungsi menyediakan infrastruktur, data atau informasi aktivitas pasar, harga dan kondisi perdagangan efek yang *fair* dan teratur. Bursa efek merupakan perusahaan yang mempunyai fungsi utama memberikan jasa untuk memfasilitasi perdagangan efek, pencatatan efek dan mendapatkan keuntungan dari biaya transaksi lain yang dikenakan kepada pihak-pihak yang bertransaksi di bursa efek.<sup>127</sup>

## 2) Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP)

Lembaga Kliring dan Penjaminan (LKP) adalah pihak yang menyelenggarakan jasa kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa. Menurut Pasal 14 ayat (1) UUPM, LKP didirikan dengan tujuan menyediakan jasa kliring dan penjaminan. Kliring adalah proses penentuan hak dan kewajiban yang timbul dari transaksi bursa. Adapaun yang dimaksud dengan penjaminan adalah pemberian kepastian dipenuhinya hak dan kewajiban bagi anggota bursa yang timbul dari transaksi bursa.<sup>128</sup>

Pada dasarnya transaksi efek bukan merupakan transaksi yang sifatnya tunai dan monoproses, karena transaksi bursa ini perlu diikuti proses lain berupa kliring dan penyelesaian transaksi. Kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi merupakan kelanjutan proses dari transaksi bursa. Adanya kliring dan penjaminan ini akan melindungi kepentingan para pihak yang melakukan transaksi bursa karena melalui kliring akan

---

<sup>127</sup>*Ibid*, hlm.66.

<sup>128</sup>*Ibid*, hlm.79.

dapat ditentukan hak dan kewajiban para pihak yang timbul akibat transaksi bursa. Adapun penjaminan penyelesaian transaksi diperlukan guna memberikan kepastian kepada para pihak bahwa penyelesaian transaksi pasti dilaksanakan yang berarti bahwa hak para pihak sebagai muara penyelesaian transaksi akan dipenuhi.<sup>129</sup> Adapun di Indonesia fungsi LKP diselenggarakan oleh PT Kliring dan Penjaminan Efek Indonesia (KPEI).

### 3) Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP)

Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) adalah Pihak yang menyelenggarakan kegiatan kustodian sentral bagi bank kustodian, perusahaan efek dan pihak lain.<sup>130</sup> Berdasarkan Pasal 13 ayat (1) UUPM Pihak yang dapat menyelenggarakan sebagai LPP harus perseroan yang telah mendapat izin usaha dari Bapepam. Perseroan yang melaksanakan fungsi sebagai LPP adalah PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Sesuai fungsinya, KSEI memberikan layanan jasa LPP yang meliputi: penyimpanan efek dalam bentuk elektronik, penyelesaian transaksi efek, administrasi rekening efek, distribusi hasil *corporate action*, dan jasa-jasa terkait lainnya.<sup>131</sup>

#### c. Perusahaan Efek

Berdasarkan Pasal 1 angka 21 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang dimaksud dengan Perusahaan Efek adalah Pihak

---

<sup>129</sup>*Ibid.*

<sup>130</sup>Pasal 1 angka 10 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

<sup>131</sup>Mas, Rahmah, *Op.Cit*, hlm.83.

yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin Emisi Efek, Perantara Pedagang Efek, dan atau Manajer Investasi. Berdasarkan jenis kegiatannya perusahaan efek terbagi menjadi:

1) Penjamin Emisi Efek (*Underwriter*)

Penjamin Emisi Efek adalah Pihak yang membuat kontrak dengan Emiten untuk melakukan Penawaran Umum bagi kepentingan Emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa Efek yang tidak terjual.<sup>132</sup> Tugas utama dari Penjamin Emisi efek adalah membantu emiten yang akan melakukan proses *go public* atau *right issue* dalam penawaran umum. Dalam Proses *go public*, penjamin emisi efek akan berperan untuk memberikan bantuan kepada emiten dalam rangka membuat prospektus emiten, melaksanakan *road show* dalam rangka penjualan saham emiten di pasar perdana serta menjadi penjamin dalam proses *go public*.<sup>133</sup>

2) Perantara Pedagang Efek

Perantara Pedagang Efek (PPE) umumnya disebut pialang, *broker* atau *dealer*. Berdasarkan Pasal 1 angka 18 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang dimaksud dengan PPE adalah pihak yang melakukan kegiatan usaha jual beli efek untuk kepentingan sendiri atau pihak lain. PPE merupakan pihak yang mewakili kepentingan investor melakukan transaksi efek di bursa efek. Umumnya di Indonesia, PPE merupakan perusahaan efek yang berbentuk perseroan

---

<sup>132</sup>Pasal 1 angka 17 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

<sup>133</sup>Inda Rahadiyan, *Op.Cit*, hlm.34.

terbatas (PT). Dalam melaksanakan kegiatan sebagai PPE di bursa, perusahaan efek menunjuk perorangan yang merupakan Wakil Perantara Pedagang Efek (WPPE) untuk melaksanakan order jual atau order beli mewakili kepentingan investor. WPPE ini menjadi trader di bursa yang mewakili PPE sebagai anggota bursa dalam melaksanakan perintah nasabahnya (investor).<sup>134</sup> Berdasarkan ketentuan Pasal 32 ayat (1) UUPM Pihak yang dapat melakukan kegiatan sebagai WPPE hanya “orang perorangan” yang telah memperoleh izin dari Bapepam/OJK.

### 3) Manajer Investasi

Manajer investasi adalah pihak yang kegiatan usahanya mengelola portofolio efek untuk para nasabahnya atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasab, kecuali perusahaan asuransi, dana pension, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku.<sup>135</sup> Peran manajer investasi dalam kegiatan reksa dana yang merupakan wadah untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek oleh manajer investasi. Hal ini karena pengelolaan reksa dana, baik yang berbentuk perseroan maupun yang berbentuk kontrak investasi kolektif, dilakukan oleh manajer investasi berdasarkan kontrak.<sup>136</sup>

---

<sup>134</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.93.

<sup>135</sup>Pasal 1 angka 11 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

<sup>136</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.94.

d. Lembaga Penunjang Pasar Modal

1) Biro Administrasi Efek (BAE)

Biro Administrasi Efek (BAE) adalah peseroan yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam/OJK. BAE merupakan pihak yang berdasarkan kontrak dengan emiten melaksanakan pencatatan kepemilikan efek dan pembagian hak yang berkaitan dengan efek. Kontrak tersebut secara jelas menyebutkan hak dan kewajiban BAE dan emiten, termasuk kewajiban terhadap pemegang efek. BAE mempunyai peran yang cukup penting dalam pengembangan pasar modal. Penyelesaian transaksi melalui pemidambukuan merupakan tugas kerja dari BAE dan BAE dituntut untuk selalu mengikuti dan melakukan penyesuaian-penyesuaian terhadap praktik-praktik yang berlaku pada saat ini. BAE dapat memberikan jasa berkaitan dengan kepentingan efek yang disimpan dalam penitipan kolektif KSEI, sehingga dapat memberikan informasi kepada emiten mengenai tidak melakukan pelanggaran sehubungan dengan perdagangan orang dalam (*insider trading*), benturan kepentingan dan manipulasi pasar.<sup>137</sup>

2) Kustodian

Kustodian adalah pihak yang memberikan jasa penitipan efek dan harta lain yang berkaitan dengan serta jasa lain, termasuk menerima dividen bunga dan hak-hak lain, menyelesaikan transaksi efek dan mewakili pemegang rekening yang menjadi nasabahnya.<sup>138</sup> Berdasarkan Pasal 43

---

<sup>137</sup>M. Irsan Nasarudin dkk, *Op.Cit*, hlm.171.

<sup>138</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.96.

ayat (1) UUPM yang dapat menyelenggarakan kegiatan usaha sebagai Kustodian adalah Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Perusahaan Efek, atau Bank Umum yang telah mendapat persetujuan Bapepam. Kustodian yang menyelenggarakan kegiatan penitipan bertanggung jawab untuk menyimpan Efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai dengan kontrak antara Kustodian dan pemegang rekening dimaksud, efek yang dititipkan tersebut wajib dibukukan dan dicatat secara tersendiri. Efek yang disimpan atau dicatat pada rekening Efek Kustodian bukan merupakan bagian dari harta Kustodian tersebut.<sup>139</sup> Kustodian hanya dapat mengeluarkan Efek atau dana yang tercatat pada rekening Efek atas perintah tertulis dari pemegang rekening atau Pihak yang diberi wewenang untuk bertindak atas namanya.<sup>140</sup>

Adapun Kustodian dapat dibedakan menjadi dua kelompok yaitu:<sup>141</sup>

a) Kustodian Sentral

Penyelesaian transaksi efek tidak hanya membutuhkan kegiatan kliring yang ditujukan untuk menentukan hak dan kewajiban para pihak yang bertransaksi, melainkan juga memerlukan kustodian sentral yang menyimpan dan sekaligus memiliki tugas untuk penyelesaian transaksi efek. Tugas utama kustodian sentral adalah menyimpan efek dan kemudian melakukan transfer efek melalui

---

<sup>139</sup>Pasal 44 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

<sup>140</sup>Pasal 45 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

<sup>141</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.96.

proses pemindahbukuan. Tujuan utama dari kustodian sentral adalah untuk menjamin pemindahbukuan efek sebagai cara penyelesaian transaksi efek dengan cara menjadikan efek dalam bentuk *immobilized or dematerialized form*. Dengan *dematerialized form*, efek tidak lagi dalam bentuk fisik yang dengan mudah dipindahtangankan, tapi dalam bentuk rekening efek sebagai pengalihan atau pemindahtanganan harus melalui kustodian sentral. Dengan dititipkan rekening efek tersebut di penitipan kolektif yang ada di kustodian sentral, maka efek tersebut tidak dengan mudah dipindahtangankan oleh pihak lain sehingga akan menjamin proses pemindahbukuan untuk penyelesaian transaksi efek oleh kustodian sentral. Di Indonesia, kustodian sentral diselenggarakan oleh KSEI sebagai LPP.<sup>142</sup>

b) Kustodian Umum

Kustodian umum diselenggarakan oleh bank umum dan perusahaan efek. Kustodian umum dengan kustodian sentral memiliki keterkaitan karena kustodian umum harus membuka rekening efek di KSEI sebagai kustodian sentral. Rekening efek adalah catatan yang menunjukkan posisi efek dan dana nasabah pada bank kustodian.<sup>143</sup>

3) Wali Amanat (*Trustee*)

---

<sup>142</sup>*Ibid*, hlm.97.

<sup>143</sup>*Ibid*, hlm.98.

Wali Amanat adalah pihak yang mewakili kepentingan pemegang efek yang bersifat utang. Jasa Wali Amanat diperlukan pada emisi obligasi (pengakuan utang). Oleh karena itu, efek yang bersifat utang merupakan surat pengakuan utang yang sifatnya sepihak dan pemegang sahamnya tersebar luas, maka untuk mengurus dan mewakili mereka selaku kreditor, perlu dibentuk lembaga perwaliamentan.<sup>144</sup> Berdasarkan Pasal 50 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan kegiatan usaha sebagai wali amanat dapat dilakukan oleh bank umum dan pihak lain yang ditetapkan dengan peraturan pemerintah.

#### 4) Penasihat Investasi dan Perneringkat Efek

##### a) Penasihat Investasi (PI)

Penasihat Investasi (PI) adalah pihak yang memberi nasihat kepada pihak lain mengenai penjualan dan pembelian efek dengan memperoleh imbalan jasa. Pemberian nasihat dapat dilakukan secara lisan atau juga tertulis, termasuk melalui penerbitan dalam media massa. Oleh karena itu, untuk bertindak sebagai penasihat investasi harus memenuhi persyaratan tertentu seperti keahlian dalam bidang analisis efek. Kegiatan penasihat investasi merupakan kegiatan yang dilakukan oleh perusahaan perneringkat efek.<sup>145</sup>

##### b) Lembaga Perneringkat Efek (*Rating Company*)

---

<sup>144</sup>M. Irsan Nasarudin dkk, *Op.Cit*, hlm.173.

<sup>145</sup>*Ibid*, hlm.174.

Tugas Lembaga Pemeringkat Efek adalah menentukan peringkat suatu efek dengan menggunakan simbol tertentu yang dapat memberikan gambaran mengenai kualitas investasi dari suatu efek yang dinilai berkaitan dengan *default risk* (risiko gagal bayar/serah). Lembaga ini merupakan lembaga yang kualitas kerjanya amat dipengaruhi oleh independensi yang menjamin kredibilitasnya. Peringkat efek yang dikeluarkan oleh Lembaga Pemeringkat Efek menjadi informasi penting karena merupakan salah satu alasan keputusan seorang investor untuk melakukan pembelian efek bersifat utang. Setiap simbol peringkat yang dikeluarkannya mengandung arti bagi calon investor. Simbol yang dipakai lembaga pemeringkat efek juga dipakai secara internasional, sehingga calon investor dari negara lain yang berbahasa bukan Bahasa Indonesia bisa mengerti.<sup>146</sup>

e. Profesi Penunjang Pasar Modal

1) Akuntan

Peran profesi akuntan dalam bidang pasar modal adalah mengungkapkan informasi keuangan perusahaan dan memberikan pendapat mengenai kewajiban atas data yang disajikan dalam laporan keuangan. Laporan yang disampaikan kepada Bapepam/OJK wajib disusun berdasarkan prinsip akuntansi yang berlaku umum.<sup>147</sup>

---

<sup>146</sup>*Ibid*, hlm.176.

<sup>147</sup>*Ibid*, hlm.90.

## 2) Konsultan Hukum

Konsultan hukum adalah pihak independen yang dipercayai karena keahlian dan integritasnya untuk memberikan pendapat hukum (*legal opinion*) secara independen mengenai emisi dan emiten atau pihak lain yang terkait dengan kegiatan pasar modal. Untuk itu, konsultan hukum harus melakukan pemeriksaan dari segi hukum (*legal audit*) yang diperlukan penjamin pelaksana emisi terkait. Di samping *legal opinion* yang secara umum dipakai, untuk lebih memperdalam suatu masalah yang ada dikenal dengan nama “memorandum”. Memorandum bersifat lebih luas dengan mengemukakan fakta secara lebih jelas. Jadi, tidak sekedar opini dalam *legal opinion*. Karena itu, memorandum diperlukan jika terdapat kasus yang sangat rumit, sehingga faktanya pun perlu dilukiskan dengan jelas dan gamblang.<sup>148</sup>

## 3) Penilai (*Appraisal*)

Penilai memberikan jasa profesional dalam menilai nilai wajar harta atau aktivitas milik perusahaan, nilai kekayaan tetap (*fixed asset*) berupa tanah, bangunan, mesin, dan lain-lain. Aset perusahaan ini perlu dinilai terutama mengenai nilai pertambahannya atau nilai penyusutannya dalam jangka waktu tertentu sesuai standar penilaian yang berlaku dan prosedur atau tata cara yang diakui profesi penilai. Hasil penilaian dari *appraisal* sangat penting untuk menilai aset yang dimiliki oleh emiten,

---

<sup>148</sup>*Ibid*, hlm.91-92.

hasil penilaian tersebut dapat dijadikan sebagai bahan informasi investor dalam mengambil keputusan investasinya.<sup>149</sup>

#### 4) Notaris

Peran Notaris di bidang pasar modal diperlukan terutama dalam hubungannya dengan penyusunan Anggaran Dasar para pelaku pasar modal, seperti emiten, perusahaan public, perusahaan efek, dan reksa dana, serta pembuatan kontrak penting seperti kontrak reksa dana, kontrak penjaminan emisi dan perwali amanatan.<sup>150</sup> Berdasarkan penjelasan Pasal 64 ayat (1) UUPM Notaris adalah pejabat umum yang berwenang membuat akta otentik dan terdaftar di Bapepam.

### 7. Transaksi Efek

Transaksi Efek adalah setiap aktivitas atau kontrak dalam rangka memperoleh, melepaskan, atau menggunakan Efek yang mengakibatkan terjadinya peralihan kepemilikan atau tidak mengakibatkan terjadinya peralihan kepemilikan.<sup>151</sup> Transaksi Efek dapat dilakukan oleh setiap Pihak secara langsung, atau melalui Penjamin Emisi Efek, Perantara Pedagang Efek, Manajer Investasi, dan Pihak lain yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan.<sup>152</sup> Transaksi Efek dapat dilakukan di pasar perdana dan/atau di pasar sekunder.<sup>153</sup>

---

<sup>149</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.113.

<sup>150</sup>M. Irsan Nasarudin dkk, *Op.Cit*, hlm.94.

<sup>151</sup>Pasal 1 angka 2 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek

<sup>152</sup>Pasal 5 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04.2019 tentang Transaksi Efek.

<sup>153</sup>Pasal 6 ayat (1) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/Pojk.04.2019 tentang Transaksi Efek.

a. Pasar Perdana (Penawaran Umum)

Pasar perdana merupakan tempat ditransaksikan efek atau sekuritas untuk pertama kali sebelum efek tersebut diataskan di Bursa Efek. Di pasar perdana, pihak emiten menawarkan efek kepada masyarakat umum untuk pertama kalinya, oleh karena itu kegiatan di pasar perdana disebut dengan penawaran umum atau *initial public offering* (IPO) yang merupakan kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat. Emiten dalam menawarkan efeknya ke masyarakat umumnya dibantu oleh penjamin emisi efek, untuk membantu penawaran umum tersebut biasa ditunjuk agen penjual sehingga investor yang membeli efek umumnya membeli melalui agen penjual. Meskipun penawaran umum dibantu oleh agen penjual atau penjamin emisi efek, namun pihak utama dalam transaksi di pasar perdana adalah emiten selaku penjual efek dan investor selaku pembeli efek karena fungsi dari agen penjual atau penjamin emisi efek (*underwriter*) hanya sebagai perantara (*Financial Intermediary*) dan bukan sebagai para pihak. Meskipun demikian, penjamin emisi efek memiliki peran yang penting karena penjamin emisi efek yang bertanggung jawab membantu emiten menjual efek kepada masyarakat, atau dengan kata lain menentukan sukses tidaknya penjualan efek pada masa penawaran umum. Bersama dengan emiten, penjamin emisi efek juga ikut menentukan harga efek yang ditawarkan pada masa penawaran umum di perdana.<sup>154</sup>

---

<sup>154</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm 139-140.

Istilah penawaran umum tidak lain adalah istilah hukum yang ditujukan bagi kegiatan suatu emiten untuk memasarkan dan menawarkan dan akhirnya menjual efek-efek yang diterbitkannya, baik dalam bentuk saham, obligasi atau efek lainnya, kepada masyarakat secara luas. Dengan demikian penawaran umum tidak lain adalah kegiatan emiten untuk menjual efek (di antaranya saham atau obligasi) yang dikeluarkannya kepada masyarakat, yang diharapkan akan membeli dan dengan demikian memberikan pemasukan dana kepada emiten baik untuk membayar usahanya, membayar hutang atau kegiatan lainnya yang diinginkan oleh emiten tersebut.<sup>155</sup>

Berdasarkan Pasal 1 Angka 15 Undang-Undang Nomor Tahun 1995 tentang Pasar Modal Penawaran Umum adalah kegiatan penawaran Efek yang dilakukan oleh Emiten untuk menjual Efek kepada masyarakat berdasarkan tata cara yang diatur dalam Undang-undang ini dan peraturan pelaksanaannya. Untuk melakukan penawaran umum, emiten terlebih dahulu harus mendapatkan izin dari Otoritas Jasa Keuangan dengan menyampaikan pernyataan pendaftaran. Pernyataan pendaftaran.<sup>156</sup> Adapun yang dapat melakukan penawaran umum hanyalah emiten yang telah menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam untuk menawarkan atau menjual efek kepada masyarakat dan pernyataan tersebut telah efektif,<sup>157</sup> sehingga penjualan efek melalui penawaran umum hanya

---

<sup>155</sup>Hamud M. Balfas, *Op.Cit*, hlm.20.

<sup>156</sup>Pasal 1 angka 19 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

<sup>157</sup>Pasal 70 ayat (1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

dapat dilakukan apabila OJK menyetujui penawaran umum sejak tanggal efektif pernyataan pendaftaran, menurut penjelasan Pasal 70 ayat (1) UUPM perlunya pernyataan pendaftaran dalam penawaran umum kegiatan penawaran umum merupakan salah satu cara untuk menghimpun dana masyarakat. Untuk itu, kepentingan masyarakat yang akan menanamkan dananya pada Efek perlu mendapatkan perlindungan. Oleh karena itu, setiap Pihak yang bermaksud menghimpun dana melalui Penawaran Umum diwajibkan terlebih dahulu menyampaikan Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam dan Penawaran Umum tersebut baru dapat dilakukan setelah Pernyataan Pendaftaran dimaksud efektif.

Tujuan untuk melakukan penawaran umum sangat beragam. Tujuan yang paling utama atau yang paling umum dilakukan IPO adalah untuk memperoleh dana yang diperuntukkan sebagai biaya modal atau biaya proyek investasi. Selain itu, tujuan lain IPO dilakukan adalah untuk pembiayaan kembali (*refinance*) atau mengganti efek yang sudah jatuh tempo, memodifikasi struktur perusahaan, meningkatkan nilai intrinsik efek, untuk membiayai merger dan akuisisi, memfasilitasi restrukturisasi aset seperti pemisahan atau pemecahan perusahaan (*spin off and carve out*), meningkatkan likuiditas efek yang ada, merubah risiko yang terdapat pada efek menjadi keuntungan, menyebarkan kepemilikan dan hak suara, memperkuat perusahaan dari pengambilalihan, memfasilitasi privatisasi, demutualisasi dan reorganisasi.<sup>158</sup>

---

<sup>158</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.184.

Penawaran umum juga merupakan cara untuk meningkatkan publisitas atas perusahaan. Hal ini bukan saja karena sebelum penawaran umum emiten harus mengiklankan diri dengan mengeluarkan prospektus, dan melakukan “*road show*” untuk menjual efeknya. Tetapi juga karena sebuah perusahaan yang melakukan penawaran umum akan terus terpublikasi, baik dengan adanya *quotation* secara terus menerus atas harga efek perusahaan di bursa, serta perusahaan publik akan lebih mendapatkan porsi pemberitaan di media massa dibandingkan perusahaan-perusahaan yang belum melakukan penawaran umum, karena selain di bursa harga saham perusahaan tersebut juga diumumkan atau dicantumkan dalam media lainya seperti surat kabar atau televisi.<sup>159</sup>

Dari beragamnya tujuan dilakukan IPO pada dasarnya tujuan IPO dibagi menjadi dua kelompok besar:

1. *Cash Reason*

*Cash Reason* adalah alasan yang berkaitan dengan perolehan dana tunai dengan cara perusahaan melakukan penjual efek. *Cash reason* menjadi tujuan utama dilakukan IPO. Dalam perspektif perusahaan, IPO bertujuan untuk mendapatkan suntikan modal (*cash injection*) berupa penyertaan modal publik guna kepentingan pengembangan usaha, memperbaiki performa keuangan membuat produk baru, memperluas pasar, dan sebagainya. Selain itu, alasan seperti ekspansi atau perluasan usaha, pembelian mesin-mesin

---

<sup>159</sup>Hamud M. Balfas, *Op.Cit*, hlm.23.

baru, memperbaiki atau mengoptimalkan struktur keuangan dan permodalan, meningkatkan investasi di anak perusahaan, melunasi sebagian utang, dan menambah modal kerja menjadi beberapa alasan dilakukan IPO. Adapun untuk pemegang saham pendiri, IPO merupakan alat untuk mendapatkan likuiditas sehingga pemegang saham tersebut dapat menjual sahamnya ketika tidak berkeinginan untuk menjadi pemegang saham atau tidak berkeinginan untuk mengelola perusahaan lagi. Keinginan pemegang saham untuk keluar dari perusahaan melalui pintu IPO ini yang disebut dengan *exit strategy* yaitu keluar dari penyertaan modal atau investasi di perusahaan tersebut (*cash out their investment*). Apabila perusahaan tersebut milik negara atau BUMN dengan pemegang saham pendiri tersebut adalah pemerintah, melakukan IPO sama artinya dengan melakukan privatisasi dan memperoleh suntikan modal (*privatization and cash injection*).<sup>160</sup>

## 2. *Non Cash Reason*

Selain alasan untuk mendapatkan dana, IPO dilakukan dengan alasan yang tidak berkaitan dengan motivasi mendapatkan uang (*non cash reason*) yang antara lain berupa: (a) alasan akuisisi (*acquisition currency*), (b) reputasi dan promosi, (c) manajemen. IPO menjadi mekanisme dari perusahaan lain untuk melakukan

---

<sup>160</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm. 145-146.

akuisis dengan cara membeli saham yang dijual di pasar modal. Berkaitan dengan tujuan yang berkaitan dengan reputasi dan manajemen, IPO digunakan sebagai jalan untuk mendapatkan status sebagai perusahaan publik yang prestisius sehingga akan meningkatkan citra atau reputasi perusahaan (*company image*) dan harga saham serta nilai perusahaan (*company value*). Adapun alasan manajemen umumnya adalah untuk meningkatkan produktivitas karyawan dan profesionalisme manajemen, menimbulkan rasa kepemilikan (*sense of belonging*) dari *stakeholder*, menjaga kelangsungan usaha dari kemungkinan perpecahan pendiri perusahaan dengan mengandeng pemegang saham yang lain melalui IPO. Hal ini terkait dengan adanya keinginan pemegang saham (khususnya pemegang saham utama) yang ingin keluar dari manajemen perusahaan sehingga ada porsi sahamnya yang akan dijual melalui IPO. Melalui mekanisme IPO keinginan pemegang saham utama untuk keluar dari manajemen tidak akan mempengaruhi kelangsungan perusahaan karena akan digantikan oleh saham yang digandeng melalui IPO.<sup>161</sup>

b. Pasar Sekunder

Salah satu mata rantai terpenting dalam industri sekuritas adalah kegiatan perdagangan atas instrumen-instrumen yang telah diterbitkan oleh emiten yang mengeluarkan efek. Perdagangan efek ini menjadi suatu mata

---

<sup>161</sup>*Ibid.*

rantai penting, karena tidak semua orang bermaksud memegang efek tersebut untuk selamanya. Seorang yang memegang efek pada saat ini mungkin mempunyai kebutuhan besok hari, dan karena tidak ada sumber dana lain untuk mencukupi kebutuhan tersebut. Di lain pihak, seorang yang mempunyai efek mungkin sedang tidak membutuhkan uang untuk memenuhi kebutuhannya, tetapi karena merasa harga efek akan turun, atau menurut perkiraannya harga efek tersebut tidak akan naik lagi dan memutuskan untuk menjualnya sehingga dapat mencari efek lain, atau sarana investasi lain yang dianggapnya mempunyai kemungkinan untuk memberikan keuntungan. Karena kebutuhan untuk menjual dan membeli itulah, maka dibutuhkan sarana atau tempat untuk memperdagangkan efek tersebut. Dengan adanya sarana tersebut aktivitas menjual dan membeli menjadi lebih cepat berlangsung. Pembeli tidak harus dengan susah mencari penjual, demikian juga pembeli tidak harus dengan susah payah mencari barang yang akan dibelinya.<sup>162</sup>

Pada sisi lain seorang pemilik uang mungkin bermaksud mencari alternatif investasi atas uang yang dimilikinya. Calon investor ini mungkin melihat bahwa bentuk investasi yang dimilikinya sekarang ini tidak lagi memberikan hasil yang memadai atau pemilik uang ini bermaksud melakukan diversifikasi atas investasi yang dimilikinya. Pemilik uang ini, misalnya, tidak ingin semua uangnya dimasukkan ke dalam rekening tabungan atau deposito saja, tetapi menginginkan sarana investasi dimana

---

<sup>162</sup>Hamud M. Balfas, *Op.Cit*, hlm.373.

investor bisa mendapatkan hasil yang lebih baik, meskipun mungkin mempunyai resiko yang lebih besar pesar pula. Untuk itu investor membutuhkan sarana dimana investor bisa mendapatkan atau membeli instrumen investasi tersebut. Berdasarkan kebutuhan-kebutuhan dalam ilustrasi di atas maka munculah kebutuhan akan sarana atau pasar untuk memperdagangkan atau biasa dikenal dengan pasar sekunder.<sup>163</sup>

Pasar sekunder merupakan pasar tempat instrumen dalam pasar modal dijual kembali kepada pihak lain dan pasar sekunder ini menjadi likuiditas dari instrumen pasar modal karena memungkinkan pemegang atau pemilik instrumen tersebut untuk menjual kembali instrumen pasar modal yang dibelinya di pasar perdana. Hal ini menunjukkan bahwa pasar sekunder itu berkaitan dengan transaksi efek yang telah ada atau telah diterbitkan di pasar perdana. Pasar sekunder tidak menyediakan dana untuk emiten tetapi menyediakan likuiditas kepada investor pemegang efek dengan memperjualbelikan. Pasar sekunder merupakan kelanjutan dari pasar perdana dan merupakan pasar bagi investor untuk melakukan jual beli efek setelah efek tersebut dicatatkan di bursa.<sup>164</sup>

Pasar sekunder adalah tempat dilakukan perdagangan efek setelah melewati masa penawaran umum di pasar perdana dan kemudian dicatatkan di Bursa Efek. Melalui pasar sekunder, efek diperjualbelikan secara luas di antara para investor melalui kegiatan perdagangan di Bursa Efek. Pasar sekunder menyediakan likuiditas karena memungkinkan investor yang

---

<sup>163</sup>*Ibid*, hlm.374.

<sup>164</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.237.

memiliki efek dapat menjual kembali efek atau instrumen keuangannya. Dengan kata lain, dalam bursa efek investor yang membeli efek di pasar perdana dapat menjual kembali efeknya ketika investor tersebut membutuhkan uang atau likuiditas di pasar sekunder. Sebaliknya, investor yang tidak memperoleh efek di pasar perdana dapat membelinya di pasar sekunder.<sup>165</sup>

Apabila dibandingkan dengan pasar perdana, maka di pasar sekunder parah pihak yang melakukan transaksi efek adalah para investor jual dan investor beli. Adapun para pihak di pasar perdana melibatkan emiten selaku penjual efek dan investor selaku pembeli efek. Selain itu perdagangan efek di pasar sekunder mempunyai volume perdagangan yang lebih besar dibandingkan transaksi di pasar perdana. Jika di pasar perdana hasil penjualan efek masuk ke kas perusahaan, namun di pasar sekunder hasil penjual efek masuk ke kas masing-masing investor. Di pasar perdana, harga efek ditentukan oleh emiten dan penjamin emisi efek, sedangkan harga efek di pasar sekunder ditentukan pasar yang ditentukan oleh permintaan dan penawaran antara pembeli dan penjual. Harga saham di pasar sekunder dipengaruhi oleh:

1. Faktor internal perusahaan yang berhubungan dengan kebijakan internal, kinerja, manajemen dan prospek perusahaan. Faktor internal ini meliputi besaran dividen yang dibagi, laba perusahaan dan prospek perusahaan

---

<sup>165</sup>*Ibid*, hlm.238.

2. Faktor eksternal perusahaan yang merupakan hal-hal berada di luar kemampuan perusahaan untuk mengendalikan seperti gejolak politik dan kebijakan moneter.<sup>166</sup>

Bursa memiliki peranan penting dan strategis sebagai komponen dalam pasar sekunder pada industri pasar modal. Tidak adanya bursa akan menyebabkan kesulitan yang sangat besar dalam perdagangan efek, karena orang yang bermaksud menjual atau membeli suatu jenis efek terpaksa harus memasarkan efek yang dipegangnya sendiri. Apabila hal ini terjadi maka investor pemilik efek tersebut harus melakukan serangkaian tindakan secara sendiri dan mungkin dengan mengeluarkan biaya yang sangat mahal dibandingkan dengan harga efeknya sendiri. Belum lagi lamanya waktu yang dibutuhkan untuk mendapatkan pembeli efek yang dijual tersebut, atau mendapatkan penjual atas efek yang akan dibelinya. Oleh karena itu biaya transaksi (*cost of transaction*) yang harus dipikulnya akan semakin besar, sehingga bukan tidak mungkin pada akhirnya hanya kerugian yang akan didapat oleh orang memegang efek yang akan dijual tersebut.<sup>167</sup>

. Berdasarkan Pasal 6 ayat (2) POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek tempat dilakukannya transaksi efek dalam pasar sekunder dapat dilakukan melalui Transaksi Bursa dan Transaksi di Luar Bursa.

#### 1) Transaksi melalui Bursa Efek

Saat awal terbentuk bursa efek, mekanisme transaksi dilakukan dengan cara saling berteriak satu sama lain untuk mengajukan penawaran jual

---

<sup>166</sup>*Ibid.*

<sup>167</sup>Hamud. M. Balfast, *Op.Cit*, hlm.374.

atau beli, kemudian berkembang dengan menuliskan order di papan perdagangan dan selanjutnya menjadi perdagangan yang sifatnya otomatisasi melalui jaringan computer dengan model penyelesaian transaksi tanpa warkat (*scripless trading*). Dalam transaksi perdagangan di bursa efek, harga dilakukan dengan cara lelang (*auctions*) yaitu penjual yang menawarkan harga lebih murah akan jadi harga prioritas dan pembeli dengan harga tinggi juga akan jadi harga prioritas. Bekaitan dengan prioritas, transaksi bursa menganut asas prioritas waktu dan tempat (*time and price priority*), yaitu di samping prioritas pada harga, waktu juga menjadi prioritas, dalam hal ini bursa efek menetapkan siapa yang lebih dahulu menyampaikan tawaran terbaiknya akan menjadi prioritas mengingat jumlah peserta lelang di bursa jumlahnya sangat banya.<sup>168</sup>

Pada dasarnya bursa efek adalah pasar sebagaimana pasar pada umumnya. Dalam bursa efek ini para pembeli dan penjual saling bertemu dalam rangka melaksanakan kegiatan jualbli. Perbedaan mendasar antara bursa efek dengan pasar pada umumnya adalah mengenai barang atau objek yang diperdagangkan. Pasar pada umumnya menjual berbagai barang kebutuhan, sementara dalam bursa efek objek jual belinya adalah instrumen-instrumen perdagangan yang dikenal sebagai efek. Di Indonesia, perdagangan atas efek ini dilaksanakan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dikelola oleh PT Bursa Efek Indonesia yang

---

<sup>168</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.241.

didirikan secara khusus untuk melakukan pengelolaan atas Bursa Efek Indonesia. PT BEI yang ada saat ini merupakan hasil penggabungan (merger) dari PT Bursa Efek Jakarta (PT BEJ) dan PT Bursa Efek Surabaya (PT BES).<sup>169</sup>

Efek yang ditransaksikan di Bursa Efek pada umumnya adalah saham dan derivatifnya, meskipun tidak menutup kemungkinan transaksi efek yang bersifat utang seperti obligasi. Selain itu, transaksi melalui bursa efek pada umumnya dilakukan dengan paket yang terkemas standar dengan ukuran dan harga yang telah ditentukan. Berkaitan dengan ukuran, BEI menetapkan bahwa saham yang ditransaksikan menggunakan spesifikasi standar dengan satuan perdagangan sebesar 1 lot. Berdasarkan Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia, Kep-00071/BEI/11-203 yang ditetapkan tanggal 8 November 2013, mulai 6 Januari 2014, terjadi perubahan satuan perdagangan 1 lot saham dan fraksi harga saham di BEI. Jika sebelumnya berdasarkan Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia, Kep-00005/BEI/01-2011, bahwa satuan perdagangan 1 lot saham yang ditetapkan sebesar 500 lembar saham, maka pada 6 Januari 2014, satuan perdagangan 1 lot saham adalah sebanyak 100 lembar saham dan berlaku kelipatan.<sup>170</sup>

Harga sebuah efek dapat berubah naik atau turun dalam hitungan waktu yang begitu cepat. Harga dapat berubah dalam hitungan menit bahkan dalam hitungan detik, misalnya di lantai perdagangan BEI terdapat lebih

---

<sup>169</sup>Inda Rahadiyan, *Op.Cit*, hlm.77.

<sup>170</sup>Mas Rahmah, *Loc.Cit*.

dari 400 terminal komputer dimana para pialang dapat memaksukan order yang diterima dari nasabah. Masuknya order-order tersebut baik order jual maupun order beli akan berpotensi terjadinya transaksi pada harga tertentu.<sup>171</sup> Oleh karena itu bursa efek menetapkan parameter fraksi harga (*tick size*) yaitu batasan rentang perubahan harga efek yang digunakan dalam melakukan penawaran jual atau permintaan beli di bursa efek. Penetapan fraksi harga dilakukan dengan tujuan untuk mengurangi volatilitas perubahan harga saham di pasar modal serta menbanbah partisipasi masyarakat sebagai investor ritel dikarenakan biaya investasi menjadi lebih terjangkau, atau juga meningkatkan likuiditas dan aktivitas perdagangan efek. Bursa Efek selalu melakukan tinjauan rutin terhadap parameter mikro perdagangan efek terkait peningkatan likuiditas pasar modal, termasuk melalui fraksi harga. Selain harga, indikator-indikator yang dapat digunakan pada pengakuan likuiditas pasar modal diantaranya *market spread*, kedalaman pasar (volume *bid* dan *ask*), serta aktivitas perdagangan (frekuensi, volume dan nilai perdagangan).<sup>172</sup>

Transaksi atau perdagangan efek di bursa efek pada prinsipnya dibedakan ke dalam dua kegiatan yaitu proses atau kegiatan perdagangan efek dan proses atau kegiatan penyelesaian transaksi efek. Pada tahap perdagangan efek difasilitasi oleh bursa efek, sedangkan pada tahap penyelesaian transaksi difasilitasi oleh dua lembaga lain,

---

<sup>171</sup>Nor Hadi, *Op.Cit*, hlm.86.

<sup>172</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.242.

yaitu Lembaga Kliring dan Penjamin (LKP) serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP). Kedua lembaga tersebut akan mengurus segala sesuatu yang berkaitan dengan penyelesaian transaksi.<sup>173</sup>

## 2) Transaksi di Luar Bursa (*Over The Counter Transaction*)

Selain transaksi melalui bursa efek yang terorganisir atau disebut dengan *organized market*. Dalam industri pasar modal juga dikenal pasar yang melakukan transaksi efek di luar bursa efek atau *over the counter market* (OTC). Berbeda dengan bursa efek sebagai *organized market*, yang sesuai dengan namanya memang secara sengaja diorganisir atau diadakan untuk melakukan perdagangan efek, maka pasar di luar bursa tidak diorganisir. Pasar OTC ini timbul karena adanya kebutuhan dari investor untuk mentransaksikan efeknya tanpa melewati bursa, baik karena efek tersebut tidak tercatat di bursa efek, atau karena memang bermaksud menghindari bursa efek karena alasan biaya transaksi atau lainnya. Dua alasan munculnya pasar OTC ini adalah pertama karena investor yang melakukan transaksi melalui OTC bermaksud menghindari biaya yang dibebankan bursa efek atas transaksi. Kedua, karena mungkin satu-satunya pasar yang ada untuk mentransaksikan efek milik investor adalah melalui OTC, karena memang efek tersebut tidak ditransaksikan di pasar lainnya.<sup>174</sup>

---

<sup>173</sup>Nor Hadi, *Op.Cit*, hlm.87.

<sup>174</sup>Hamud M. Balfas, *Op.Cit*, hlm.388.

Transaksi Efek di Luar Bursa atau Transaksi Efek *Over The Counter* (OTC) merupakan suatu pasar yang terdesentralisasi (*decentralized market*) di mana perdagangan dilakukan oleh pelaku pasar dengan menggunakan perangkat elektronik yang memberikan kesempatan kepada investor atau *dealer* dengan keinginan dan risiko yang berbeda untuk melakukan transaksi Efek yang strukturnya dirancang sesuai dengan keinginan mereka (*highly tailored/structured transactions*). Transaksi OTC tidak memiliki tempat khusus yang tersentralisasi (*Centralized*) seperti bursa efek, oleh karena itu Transaksi OTC disebut sebagai suatu pasar yang terdesentralisasi.<sup>175</sup>

Transaksi OTC juga biasa disebut dengan “*offboard market*” di mana pembeli dan penjual tidak bertemu secara fisik, namun transaksi penawaran jual dan permintaan beli dilakukan oleh dealer melalui perangkat elektronik tanpa adanya keharusan untuk melakukan transaksi melalui perantara (*intermediaries*). Pada dasarnya, para pihak yang terlibat dalam transaksi OTC terdiri dari dua pihak yaitu *end user* (investor, perusahaan, lembaga atau institusi keuangan) dan perantara keuangan (*financial intermediaries*) yang bertujuan untuk mendapatkan keuntungan. Dalam beberapa transaksi OTC, perantara keuangan seperti *dealer* menjadi pihak yang berposisi sebagai pembeli atau penjual. Namun di beberapa transaksi OTC yang lain, perantara keuangan ini bukan sebagai *counterparty* melainkan sebagai perantara (*broker*),

---

<sup>175</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.271.

meskipun dalam transaksi OTC tidak ada keharusan untuk melakukan transaksi melalui perantara.<sup>176</sup>

Transaksi OTC tidak memiliki satu tempat tertentu untuk memperdagangkan efek seperti halnya pada bursa efek. Transaksi OTC timbul sebagai hubungan antara para penjual dan pembeli efek yang dihubungkan melalui jaringan komunikasi. Efek yang diperdagangkan dalam Pasar OTC biasanya merupakan efek-efek yang tidak tercatat di bursa efek. Sistem perdagangan yang terjadi dalam transaksi OTC bersifat negosiasi penaran antara *dealer*, sehingga harga sekuritas terjadi berdasarkan sistem penawaran (*quote system*).<sup>177</sup>

Dengan adanya OTC, bursa tidak selalu berarti “tempat” tetapi dapat berupa sarana baik elektronik maupun yang lainnya yang dapat mempertemukan penawaran jual dan permintaan beli. Jika bursa didefinisikan sebagai tempat bertemunya order jual dan order beli, maka pasar OTC dapat juga dianggap sebagai bursa di luar bursa utama. Meskipun demikian, OTC tentu berbeda dengan bursa efek karena transaksi pada bursa efek pada umumnya dilakukan dengan kemasan yang terstandar dengan harga dan kuantitas yang telah ditentukan, misalnya ada fraksi harga dengan sistem lelang berkesinambungan (*continuous auction*) untuk proses pembentukan harga dan stuan perdagangan dalam berbentuk lot, sedangkan dalam transaksi OTC pmebeli bebasa memilih kuantitas dan harga karena jumlah efeknya

---

<sup>176</sup>*Ibid*, hlm.272.

<sup>177</sup>Nor Hadi, *Op.Cit*, hlm.18.

sesuai dengan kebutuhan tanpa dibatasi satuan perdagangan (lot) bahkan dapat dilakukan dalam jumlah sangat besar (*block sale*). Sementara transaksi melalui bursa efek harus mengikuti ketentuan bursa efek mengenai ukuran dan harga. Selain itu, transaksi melalui bursa efek biasanya dilakukan pada sesi waktu yang telah ditentukan dengan menggunakan sarana perdagangan yang disediakan oleh bursa efek, sedangkan transaksi OTC bebas dilakukan kapan saja dan transaksinya bisa dilakukan di mana saja serta tidak harus melalui sarana bursa efek.<sup>178</sup> OTC market terdiri dari *dealer network* yang siap membeli dan menjual Efek. *Dealer* berbeda dengan *broker* karena *broker* menerima komisi mengingat peranya sebagai pihak yang memperantai perdagangan (perantara yang mempertemukan penjual dan pembeli dalam sistem perdagangan) dan *broker* ini tidak membeli efek, sedangkan *dealer* membeli efek untuk dijual kembali dan mendapatkan laba dari perbedaan harga jual dan harga beli tersebut. Berdasarkan keberadaan *broker-dealer*, terdapat jenis OTC yang membutuhkan peran *dealer* dalam transaksi efeknya, namun ada pula yang tidak melalui *dealer*. Berkaitan dengan peran *broker-dealer* tersebut, kegiatan pasar OTC terbagi atas:<sup>179</sup>

1. *Third market* (pasar tertier), yaitu transaksi yang dilakukan atas efek yang terdaftar di bursa efek melalui dealer yang diadakan untuk

---

<sup>178</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.274.

<sup>179</sup>*Ibid*, hlm.275.

memenuhi kebutuhan investor institusional besar seperti asuransi jiwa, dana pension atau reksa dana.

2. *Fourth market* (pasar kuartar), yaitu transaksi OTC yang dilakukan secara langsung antara pembeli dan penjual institusional tanpa melalui perantara, melainkan dapat menggunakan perusahaan pialang untuk membantu mendapatkan penjual atau pembelian yang cocok.<sup>180</sup>

Adapun berdasarkan sifatnya, terdapat jenis OTC yaitu:

1. *Traditional dealer market*.

Merupakan transaksi OTC yang secara tradisional diorganisasikan oleh satu *dealer* lebih untuk membentuk pasar dengan cara menentukan penawaran untuk pelaku pasar. Esekusi penawaran dan negosiasi harga pada umumnya dilakukan melalui penggunaan papan buletin elektronik oleh *dealer* untuk memposting penawaran mereka. Proses perdagangan negosiasi dilakukan melalui telepon, baik dari investor ke *dealer* atau *dealer* ke *dealer*, dikenal sebagai perdagangan bilateral (*bilateral trading*) karena hanya dua pelaku pasar yang secara langsung dapat mengamati penawaran atau eksekusi atas transaksi efek tersebut.<sup>181</sup>

2. *An electronically brokered market*.

Merupakan OTC yang telah mengadaptasi teknologi elektronik dan jaringan elektronik untuk kebutuhan perdagangan. Salah satu

---

<sup>180</sup>*Ibid*, hlm.276.

<sup>181</sup>*Ibid*.

penggunaan teknologi adalah pembentukan pasar OTC yang dilakukan secara elektronik melalui pengguna platform perantara elektronik (*electronic brokering platform*) atau biasa disebut *electronic brokering system*. Platform ini pada dasarnya sama dengan platform perdagangan elektronik yang digunakan oleh bursa efek karena menciptakan perdagangan yang sifatnya multilateral. Dalam hal sistem ini secara otomatis dapat mempertemukan penawaran jual dan permintaan beli serta dapat mengeksekusinya sebagai suatu transaksi, maka sistem semacam ini dapat dianggap sebagai fasilitas perdagangan karena sifatnya multilateral mengingat ada penawaran jual dan beli serta dieksekusi sebagai suatu transaksi oleh banyak pihak. Namun apabila sistem ini hanya bersifat sebagai papan pengumuman elektronik (*electronic bulletin board*) untuk memposting penawaran jual dan beli, maka tidak dapat dianggap sebagai fasilitas perdagangan. Melalui sistem elektronik seperti ini hanya bertindak sebagai perantara (*broker*) dan tidak menjadi para pihak dalam perdagangan. Namun situasinya akan berbeda apabila *electronic brokering platform* juga mengadopsi fungsi Lembaga Kliring di mana risiko kredit atas transaksi dibuat melalui sistem keperantaraan elektronik dan dilaporkan kepada Lembaga kliring.<sup>182</sup>

### 3. *A proprietary trading platform market.*

---

<sup>182</sup>*Ibid*, hlm.277.

Merupakan transaksi OTC gabungan antara sistem tradisional dan elektronik di mana dealer membuat platform perdagangan elektronik sendiri. Dalam hal ini, penawaran jual dan beli di posting secara elektronik oleh *dealer*, pelaku pasar yang lain mengamati penawaran tersebut dan kemudian mengeksekusi harganya. Inilah yang dianggap sebagai sistem yang sifatnya *one-way multilateral* karena hanya penawaran dari *dealer* yang dapat dilihat oleh pelaku pasar yang mungkin akan melakukan perubahan harga. Dalam perdagangan elektronik ini, dealer adalah para pihak dalam setiap transaksi sehingga dealer memegang risiko di pasar. Namun sistem OTC tidak dianggap sebagai fasilitas perdagangan karena penawaran jual atau beli tidak dapat diposting oleh semua pelaku pasar, sehingga tidak semua pelaku pasar dapat melakukan perdagangan.<sup>183</sup>

## C. Tinjauan Umum tentang *Dark Pools*

### 1. Pengertian *Dark Pools*

*Dark Pools* merupakan sistem alternatif perdagangan di luar bursa (*alternative trading systems*) yang terutama ditujukan bagi investor institusi besar yang ingin melakukan jual beli saham dalam jumlah besar (*block sale*).<sup>184</sup> Sebagai sistem alternatif perdagangan *dark pools* merupakan sistem perdagangan efek di luar bursa yang diselenggarakan oleh penyelenggara

---

<sup>183</sup>*Ibid*, hlm.277.

<sup>184</sup>*Ibid*. hlm. 280.

perdagangan di luar dimana para pihak dapat melakukan transaksi efek tanpa menginformasikan kegiatan perdagangan efeknya kepada masyarakat atau investor.<sup>185</sup>

Sementara itu, menurut Erik Banks “*A Dark Pools is venue or mechanism containing anonymous, nondisplayed trading liquidity that is available for execution*”, yang dimaksud dengan *anonymous and nondisplayed trading liquidity* adalah bahwa transaksi Efek pada *dark pools* dilakukan secara rahasia dan tertutup yang tidak dapat diakses oleh pasar pada umumnya, transaksi tersebut biasanya menggunakan suatu *mechanism* berupa platform elektronik yang disediakan oleh penyelenggara *dark pools* untuk melakukan penyelesaian (*execution*) transaksi Efek.<sup>186</sup> Sejalan dengan itu menurut pendapat Haoxiang Zao, *dark pools* merupakan sistem perdagangan efek yang tidak mempublikasikan nilai jual harga saham.<sup>187</sup> Menurut Zsuzsanna Biedermann sebagai transaksi di luar bursa *dark pools* erat kaitanya dengan *dark liquidity* karena likuiditas pada *dark pools* dan seluruh kegiatannya dilakukan pada bursa-bursa independen yang minim transparansi dan tertutup.<sup>188</sup> Sehingga secara etimologi dapat disimpulkan penggunaan kata “*dark*” yang memiliki arti “gelap” dalam terminologi *Dark Pools* berasal dari transaksi Efek yang dilakukan secara tertutup yang tidak dapat diakses oleh pasar, sedangkan kata

---

<sup>185</sup>US Securities and Exchange Commission (SEC), “Issues Proposals to Shed Greater Light on *Dark Pools*”, terdapat dalam <https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-223.htm>. Oct.21,2009, diakses tanggal 6 Juni 2020.

<sup>186</sup>Erik Banks, *Op.Cit*, hlm.3.

<sup>187</sup>Haoxiang Zao, *Op.Cit*, hlm.1.

<sup>188</sup>Zsuzsanna Biedermann, *Op.Cit*, hlm.2.

“*pool*” yang berarti “kolam” merupakan suatu tempat atau mekanisme dilakukannya transaksi Efek tersebut.

## 2. Jenis-jenis *Dark Pools*

### a. *Crossing Networks*

Merupakan sarana yang disediakan oleh *broker* untuk melakukan penyelesaian transaksi efek antara dua pihak yang menjadi nasabah atau investor dari *broker* tersebut. Transaksi pada *crossing networks* dikategorikan sebagai *dark liquidity* karena *matching order* dilakukan secara langsung melalui *broker* sehingga liquiditas mengenai harga dan jumlah efek tidak dapat diakses pasar pada umumnya.<sup>189</sup> Selain transaksi yang dilakukan sifatnya tertutup, transaksi melalui *crossing networks* juga memberikan biaya penyelesaian transaksi efek yang lebih rendah jika dibandingkan dengan bursa efek, namun dengan implikasi menyebabkan pasar modal terfragmentasi.<sup>190</sup>

Menurut Erik Banks, *crossing network* secara struktur tidak hanya dimiliki oleh *broker*, namun dapat dibagi menjadi:

- 1) *Independent Crossing Network*, Erik Bank mendefinisikan *Independent Crossing Network* sebagai “*those that are either broadly held by public investor or which entirely private*”. Contoh penyelenggara *independent crossing network* adalah seperti POSIT ITG, NYFIX Millenium, Pipeline dan Liquidnet

---

<sup>189</sup>Markus Hofmaier dan Thomas Ullrich, “*Dark Pools-Advantages and Disadvantages Over Traditional Exchange Market From a Consumer’s Perspective*”, *British Open Journal of Finance & Banking*, Vol.1 No.1, Borphub, 2019, hlm.4.

<sup>190</sup>Erik Banks, *Op.Cit*, hlm.68.

- 2) *Broker-Dealer Crossing Network*, merupakan *crossing network* yang dimiliki oleh *broker-dealer*, adapun tujuannya adalah untuk melakukan *matching* terhadap *external order flow* dan *internal order flow* pada *broker-dealer* untuk melakukan *crossing* efek melalui sarana perdagangan dari *broker-dealer*. *Broker-Dealer* yang menyelenggarakan *crossing network* ini misalnya *Cross Finder* milik *Credit Suisse* dan *MS Pool* milik Morgan Stanley.
- 3) *Exchange Crossing Network*, merupakan *crossing network* yang sebagian atau secara keseluruhan dimiliki oleh bursa efek, tujuan dari bursa efek membentuk *crossing network* adalah untuk meningkatkan likuiditas perdagangan pada bursa efek, oleh karena itu *crossing network* jenis berjalan secara paralel dengan bursa efek. Praktik jenis ini umumnya dilakukan pada bursa efek di Amerika atau Eropa, seperti NYSE Matchpoint atau BATS Chi-X.<sup>191</sup>

Adapun berdasarkan fungsinya *crossing network* dapat dibedakan menjadi:<sup>192</sup>

- 1) *Negotiated crossing network* (Negosiasi).
- 2) *Continous crossing network* (Lelang).
- 3) *Call market crossing network* (Periodik).
- 4) *Block crossing network* (Jumlah Besar).

---

<sup>191</sup>*Ibid*, hlm.69-70

<sup>192</sup>*Ibid*, hlm.71.

b. *Broker-Dealer/Systematic Internalization Pools*

*Systematic Internalization Pools* merupakan *dark pools* yang diselenggarakan oleh *broker-dealer*, dalam perdagangan jenis ini *broker-dealer* bertindak menjadi *counterparties* bagi nasabahnya, dimana untuk memenuhi *order* dari nasabahnya *broker-dealer* menggunakan akunya sendiri sebagai *inventory* efek. Tujuan dari adanya perdagangan jenis ini adalah internalisasi penyelesaian transaksi efek bagi nasabah atau *client* dari *broker-dealer*, sehingga *broker-dealer* memiliki kontrol yang menyeluruh terhadap proses penyelesaian transaksi efek bagi nasabahnya yang memberikan dampak mengurangi biaya transaksi efek bagi nasabah *broker-dealer*. Perbedaan yang mendasar antara *crossing network* dan *internalization pools* adalah *participant* yang melakukan transaksi efek pada *internalization pools* merupakan *participant* tertentu yang didasari pada suatu kerja sama (*agreement*) yang disebut dengan *liquidity partners*, sedangkan perdagangan pada *crossing network* bergantung pada *external participant*. Adapun penyelenggaraan *internalization pools* adalah *broker-dealer* besar yang merupakan *market maker* atau *liquidity provider*, seperti SIGMA X milik Goldman Sach<sup>193</sup>

c. *Ping Destinations*

Pihak yang menyelenggarakan *ping destinations* biasanya merupakan lembaga *hedge fund* dimana transaksinya terbatas antara *operator* dan *customer*, sehingga transaksinya bukan bersifat *inter-customer transaction*.

---

<sup>193</sup>Markus Hofmaier dan Thomas Ullrich, hlm.4.

Karakteristik utama dari *ping destinations* adalah penyelesaian eksekusi terhadap *order* hanya berdasarkan *Immediate or Cancel Order (IoC)*, IoC merupakan tindakan memenuhi atau mengeksekusi sebagian *order* dan menghapus sebagian lainnya yang tidak terpenuhi, dimana penyelenggara menggunakan *quantitative models* yang secara otomatis menentukan menerima atau menolak order dari nasabahnya. Dalam *dark pools* jenis ini penyelenggara tidak perlu melakukan eksekusi order berdasarkan *mid-point price*, *mid-point price* merupakan harga tengah antara penawaran dan permintaan (*Offer or Bid*) suatu efek. Sehingga *dark pools* jenis ini menyebabkan daya saing yang tinggi dan merupakan *dark pools* yang paling *cost effective* di antara jenis-jenis *dark pools* (*high level of ompetitiveness and the most cost-effective dark pools variant*).<sup>194</sup>

d. *Exchanged Based Pools*

Penyelenggara *dark pools* jenis ini memiliki tujuan utama untuk meningkatkan likuiditas Bursa Efek. Kategori *dark pools* jenis ini dapat dibagi menjadi dua yaitu *Hidden Pools* dan *Registered Pools*. Perbedaan antara *Hidden Pools* dan *Registered Pools* adalah *Hidden Pools* merupakan *platform* yang dibuat untuk mengakomodasi atau mengeksekusi *hidden order* pada bursa efek, *hidden order* adalah *order* jual dan beli dalam jumlah besar yang dipecah menjadi bebarap *order* kecil. Sedangkan *Registered Pools* merupakan *crossing platform* yang dimiliki oleh bursa. *Hidden Pools* dan *Registered Pools* memiliki karakteristik yang sama yaitu eksekusi

---

<sup>194</sup>*Ibid*, hlm.4-5.

perdagangan efek berdasarkan harga pada bursa efek atau paling tidak mendekati, selain itu karakteristik keduanya sama-sama berdasarkan prinsip *supply and demand* pada bursa efek.<sup>195</sup>

e. *Consortium Pools*

*Consortium Pools* merupakan *multi-level systems* campuran antara *internalization pools* dan *crossing network* yang dimiliki dan dioperasikan oleh beberapa investor institusional namun dengan perdagangan yang lebih transparan. Secara umum setiap pemilik *consortium pools* biasanya memiliki *platform dark pools* sendiri, namun tujuan membuat *Consortium Pools* adalah untuk melakukan penyelesaian transaksi yang tidak bisa diselesaikan oleh pemilik *Consortium Pools* melalui *platform dark pools*-nya sendiri. Dengan berpartisipasi pada *Consortium Pools* investor institusional memiliki keuntungan biaya investasi yang rendah dan biaya transaksi yang lebih murah.<sup>196</sup>

### 3. Tujuan Transaksi pada *Dark Pools*

Salah satu tujuan investor memilih melakukan transaksi efek pada *dark pools* adalah total biaya yang dikeluarkan untuk melakukan transaksi efek pada *dark pools* lebih rendah dari pada bursa efek karena biaya yang dikenakan pada *dark pools* biasanya lebih rendah jika dibandingkan dengan bursa efek, selain itu bagi investor instusional yang melakukan *order* dalam jumlah besar dapat dipecah menjadi *order* yang lebih kecil sehingga eksekusi perdagangannya

---

<sup>195</sup>*Ibid*, hlm.5.

<sup>196</sup>*Ibid*.

sehingga eksekusi perdagangannya lebih cepat dan sederhana dibandingkan dengan bursa efek.<sup>197</sup>

Selain itu, dalam perdagangan efek pada bursa efek seringkali ditemukan *toxic liquidity* yang melakukan perdagangan efek secara agresif yang biasanya dilakukan oleh *high frequency trader* (HFT). Sehingga dengan sebab demikian investor lebih memilih perdagangan melalui *dark pools* karena sistem yang digunakan oleh penyelenggara *dark pools* biasanya dapat melakukan segmentasi perdagangan efek berdasarkan kebiasaan investor dengan membedakan *high frequency trader*, *institutional investor* atau *retail investor* (perorangan).<sup>198</sup> Dalam perdagangan melalui *dark pools* juga memberikan kebebasan kepada investor untuk memilih lawan transaksi pada perdagangan efek.<sup>199</sup> Tujuan lainnya adalah bagi investor institusional *dark pools* digunakan sebagai sarana untuk melakukan perdagangan dalam jumlah besar karena karakteristik utama dari *dark pools* yang merupakan perdagangan yang tertutup sehingga apabila perdagangan dalam jumlah besar dilakukan melalui *dark pools* tidak berdampak pada pasar (*limited market impact*). Hal ini tentu berbeda dengan bursa efek yang sifatnya terbuka sehingga apabila perdagangan dalam jumlah besar dilakukan melalui bursa efek akan berdampak pada perubahan harga pada pergerakan harga pasar.<sup>200</sup>

---

<sup>197</sup>Garry Shorter dan Rena S. Miller, *Op.Cit*, hlm.5.

<sup>198</sup>David Easthope dan Arin Ray, “*Dark Pools: In The Eye Of The Storm*”, terdapat dalam [https://tftimes.com/wpcontent/uploads/2014/04/Celent\\_darkpools\\_eyeofthestorm\\_2013-11-20.pdf](https://tftimes.com/wpcontent/uploads/2014/04/Celent_darkpools_eyeofthestorm_2013-11-20.pdf), hlm.6. diakses tanggal 28 Juli 2020.

<sup>199</sup>Garry Shorter dan Rena S. Miller, *Op.Cit*, hlm.5.

<sup>200</sup><https://www.investopedia.com/articles/investing/060915/pros-and-cons-dark-pools-liquidity.asp>. diakses tanggal 28 Juli 2020.

**BAB III**

**PENGATURAN DAN PENGAWASAN PRAKTIK *DARK POOLS***

**SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA**

**PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA**

**BERDASARKAN PERATURAN PASAR MODAL**

**DI INDONESIA DAN AMERIKA**

**A. Pengaturan praktik *Dark Pools* sebagai bentuk Transaksi Efek di Luar Bursa pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa berdasarkan Peraturan Pasar Modal di Indonesia dan Amerika**

Sebagai transaksi efek di luar bursa yang dilakukan antar Perusahaan Efek atau antara Perusahaan Efek dengan Pihak lain yang tidak diatur oleh Bursa Efek, dan Transaksi Efek antara Pihak yang bukan Perusahaan Efek,<sup>201</sup> dimana praktik *dark pools* merupakan transaksi efek di luar bursa yang dilakukan melalui penyelenggara perdagangan di luar bursa. Pada tahun 2010 IOSCO mengeluarkan laporan mengenai potensi masalah yang ditimbulkan dengan adanya praktik *dark pools*, sehingga terdapat alasan-alasan mengapa perlunya pengaturan dan pengawasan terhadap praktik *dark pools*, menurut IOSCO potensi masalah yang dapat ditimbulkan dengan adanya praktik *dark pools* sehingga diperlukanya pengaturan dan pengawasan terhadap praktik *dark pools*, yaitu:

1. Masalah *price discovery*

---

<sup>201</sup>Pasal 1 angka 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

*Price Discovery* merupakan *current price* dari harga efek yang berdasarkan permintaan dan penawaran efek yang diperdagangkan, *price discovery* merupakan isu penting dalam praktik *dark pools* karena *price discovery* terbentuk berdasarkan informasi penawaran dan permintaan yang transparan, sedangkan praktik *dark pools* pada penyelenggara perdagangan di luar bursa dilakukan secara tertutup. *Dark Pools* berpotensi mengganggu *price discovery* apabila *transparent order* yang merupakan order yang muncul pada *public quotation* atau bursa efek kemudian menjadi *dark order*. Elemen utama dari *price discovery* adalah *pre-trade transparency*, jika suatu *transparent order* yang ada pada *public quotation* atau bursa efek tidak terdapat informasi yang dapat diakses pelaku pasar (*unequal*), atau tidak terdapat informasi yang lengkap mengenai *order* maka *transparent order* yang berada pada *public quotation* atau bursa efek tersebut merupakan *dark order*.<sup>202</sup> Praktik berubahnya *transparent order* menjadi *dark order* biasanya terjadi pada *exchange based pools* atau *crossing* pada bursa efek. Menurut Lily Widjaya Ketua APEI 2012, *crossing* merupakan bentuk *dark order* atau *dark liquidity* paling sederhana yang terjadi di Indonesia, dimana dengan membeli volume yang sama, daripada melempar order jual dan beli ke sistem perdagangan BEI, investor melakukan *match* sendiri, itu bisa dilakukan karena efeknya sama, harganya sama, volumenya sama, kemudian baru dieksekusi di lantai bursa.<sup>203</sup>

---

<sup>202</sup>IOSCO, “*Issues Raised by Dark Liquidity*”, *Consulation Report*, CR05/10, Technical Committee of IOSCO, 2010, hlm.19.

<sup>203</sup><https://economy.okezone.com/read/2012/09/07/278/686689/dark-pool-bukan-barang-baru-di-bursa>, diakses tanggal 4 Agustus 2020.

Menurut IOSCO terdapat cara-cara yang dilakukan oleh negara-negara di dunia untuk melindungi *price discovery* pada *dark liquidity* yaitu dengan membuat *regulatory framework* yang:<sup>204</sup>

- a) Memastikan prioritas eksekusi transaksi efek pada *transparent order* dibandingkan *dark order* dengan harga yang sama berdasarkan *public quotation* atau bursa efek pada transaksi efek yang dilakukan di penyelenggara perdagangan di luar bursa.
- b) Memastikan adanya *price improvement* pada order dengan jumlah kecil pada praktik *dark pools* dengan berdasarkan *National Best Bid and Offer* (NBBO), NBBO merupakan peraturan mengenai fraksi harga yang tidak hanya mengikat bursa efek tetapi juga pada penyelenggara perdagangan di luar bursa.
- c) Membatasi ruang lingkup adanya pengecualian terhadap *pre trade transparency*.
- d) Memastikan efek yang terdaftar dalam bursa efek (*listing*) yang diperdagangkan pada penyelenggara perdagangan di luar bursa memiliki patokan harga (*referencing*) berdasarkan bursa efek nasional.
- e) Proteksi terhadap praktik *trade through*. *Trade through* merupakan praktik yang terjadi pada pasar *continuous auction* dimana eksekusi

---

<sup>204</sup>Iosco, *Loc.Cit.*

terhadap order berdasarkan *suboptimal price* dengan mengabaikan harga terbaik (*best bid*) pada *quotation*.<sup>205</sup>

2. *Dark Pools* berpotensi menyebabkan pasar modal terfragmentasi

Masalah fragmentasi pasar modal kerap muncul apabila suatu negara mengizinkan adanya penyelenggara perdagangan di luar bursa dimana terdapat beberapa atau banyak tempat untuk memperdagangkan instrumen efek (*multiple market*). Dengan adanya praktik *dark pools* dimana perdagangan atau transaksi efeknya dilakukan pada *alternative trading systems* atau penyelenggara perdagangan di luar bursa memunculkan kemungkinan yang menyebabkan pasar modal terfragmentasi. Masalah fragmentasi sebagai akibat adanya praktik *dark pools* pada penyelenggara perdagangan di luar bursa bukan hanya terkait likuiditas instrumen efek yang diperdagangkan, namun juga terjadinya fragmentasi mengenai informasi instrumen efek yang diperdagangkan karena terdapat banyaknya tempat perdagangan efek, serta kurangnya informasi mengenai aktivitas perdagangan yang dapat diakses.<sup>206</sup>

3. Masalah *fairness* pada *dark pools*

Salah satu tujuan pengaturan pada pasar modal yang tercantum dalam *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* adalah agar terciptanya pasar modal yang adil, efisien dan transparan. *Fairness* dalam pasar modal erat kaitanya dengan perlindungan terhadap investor,

---

<sup>205</sup><https://www.investopedia.com/terms/t/tradethrough.asp>, diakses tanggal 4 Agustus 2020.

<sup>206</sup>IOSCO, *Op.Cit*, hlm.20

khususnya untuk mencegah praktik perdagangan yang dapat merugikan investor (*improper trading practice*). Peraturan pasar modal harus memastikan bahwa investor diberikan akses yang adil terhadap fasilitas perdagangan pada pasar modal. Selain itu, peraturan pasar modal juga harus memastikan adanya *fairness treatment* terhadap order yang ada dalam pasar dan proses *price discovery*. Dalam pasar yang efisien, penyebaran informasi yang relevan, tepat waktu dan meluas adalah cerminan dari proses *price discovery*.<sup>207</sup> Menurut IOSCO terdapat beberapa isu terkait *fairness* pada *dark pools* sehingga diperlukanya pengaturan dan pengawasan terhadap praktik *dark pools* pada penyelenggara pasar di luar bursa.

Pertama, isu terkait akses terhadap pasar (*fair access to the market*) dalam praktik *dark pools*. Karakteristik utama dari praktik *dark pools* adalah transaksi efek yang dilakukan tertutup pada penyelenggara perdagangan di luar bursa, dimana akses terhadap pasar pada penyelenggara perdagangan di luar bursa terbatas untuk investor tertentu, misalnya akses terhadap *crossing networks* hanya terbatas untuk klien dari sistem tersebut, sedangkan akses terhadap penyelenggara perdagangan di luar bursa terbatas untuk investor yang menjadi anggota *platform* pada penyelenggara perdagangan di luar bursa, isu yang timbul adalah bagaimana penyelenggara perdagangan di luar bursa memilih atau membatasi akses terhadap *participant*. Sedangkan pengaturan dan pengawasan pasar modal pada prinsipnya harus memastikan bahwa akses ke semua tempat perdagangan

---

<sup>207</sup>*Ibid*, hlm.21.

dalam pasar modal adil dan objektif, baik transaksi efek melalui bursa efek atau di luar bursa efek melalui penyelenggara perdagangan di luar bursa.<sup>208</sup>

Kedua, isu terkait akses terhadap informasi (*fair access to information*) dalam praktik *dark pools*. Permasalahan pengaturan dan pengawasan sehubungan dengan *dark pools* juga muncul di mana akses ke informasi terhadap likuiditas pada *dark pools* hanya diberikan kepada sebagian investor yang terikat dengan penyelenggara perdagangan di luar bursa. sehingga akan menciptakan pasar bertingkat (*two-tiered market*) yang merugikan investor yang tidak menerima informasi.

Pengoperasian *dark pools* sangat bervariasi dalam setiap negara. *Dark Pools* dapat dibedakan berdasarkan sejumlah karakteristik, termasuk hak akses, struktur *dark pools*, jenis order yang diizinkan, bagaimana order dimasukkan, serta bagaimana harga direferensikan dan dieksekusi. Cara yang digunakan regulator. Cara suatu negara mengatur dan mengawasi untuk menciptakan pasar modal yang adil, teratur dan efisien juga bervariasi, tergantung pada bagaimana cara instrumen efek diperdagangkan dan perkembangan struktur pasar modal pada suatu negara. Praktik *dark pools* terjadi karena yuridiksi pasar modal pada suatu negara yang memperbolehkan melakukan transaksi efek di luar bursa dan berdirinya penyelenggara perdagangan di luar bursa, dengan adanya praktik *dark pools* menimbulkan potensi-potensi masalah pada pasar modal suatu negara. Oleh karena itu, IOSCO memberikan pedoman pengaturan dan

---

<sup>208</sup>*Ibid*, hlm.21.

pengawasan untuk mengatasi potensi masalah yang timbul dengan adanya praktik *dark pools*, yaitu:

1. Bentuk-bentuk transparansi terhadap *Dark Pools* pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa

Berdasarkan *Principle 35 of IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* Tahun 2010, pengaturan pada pasar modal harus modal harus mengedepankan transparansi perdagangan efek. Memastikan akses informasi yang tepat waktu (*timely*) adalah kunci bagi pengaturan dalam pasar sekunder pada pasar modal, bagi investor akses terhadap informasi relevan yang tepat waktu pada pasar sekunder merupakan sarana bagi investor sebagai bahan pertimbangan analisis perdagangan, serta mengurangi resiko perdagangan manipulatif atau praktik *unfair trading* lainnya. Apabila dalam pengaturan mengizinkan beberapa pengecualian (*derogations*) terhadap informasi yang tepat waktu, maka kondisi tersebut perlu didefinisikan dengan jelas dan otoritas pasar (bursa efek dan/atau lembaga pengawas pasar modal) harus memiliki akses terhadap informasi yang lengkap untuk dapat menilai kebutuhan pengecualian (*derogations*) terhadap pemberian informasi secara tepat waktu. Pada prinsipnya semakin lengkap dan meluas suatu informasi perdagangan efek maka akan memberikan dampak pada proses *price discovery* yang efisien dalam pasar modal, serta semakin besar pula kepercayaan masyarakat atau investor terhadap *fairness* dalam pasar modal. Untuk memenuhi kepentingan *client* para pihak dalam pasar modal (*market participant*) yang memiliki

kepentingan sebagai pelaku pasar menerapkan praktik transparansi dalam pasar modal dengan beragam variasi, oleh karena itu lembaga penagawas pasar modal perlu menilai tingkat transparansi setiap fasilitas atau *product* yang dikeluarkan oleh para pihak (*market participants*).<sup>209</sup> Menurut IOSCO terdapat dua prinsip penting mengenai transparansi yang berkaitan dengan praktik *dark pools*. yaitu:

a) Transparansi Pra-Pedagangan (*Pre-Trade Transparency*)

Menurut IOSCO pada prinsipnya mengenai transparansi pra-perdagangan, yaitu:

*“The price and volume of firm bids and offers should generally be transparent to the public. However, where regulators consider permitting different market structures or order types that do not provide pre-trade transparency, they should consider the impact of doing so on price discovery, fragmentation, fairness and overall market quality.”(Principle 1)*

Berdasarkan prinsip transparansi pra-perdagangan menurut IOSCO tersebut, harga dan volume dari *bid* dan *offer* pada perdagangan efek yang dilakukan oleh perusahaan efek secara umum harus transparan kepada masyarakat atau investor. Apabila *regulator* mengizinkan adanya struktur pasar yang berbeda atau jenis order yang tidak memberikan transparansi pada pra-perdagangan. Maka lembaga pengawas pasar modal sebagai *regulator* harus mempertimbangan dampak adanya struktur pasar yang berbeda atau jenis order yang berbeda yang tidak memberikan transparansi pra perdagangan terhadap

---

<sup>209</sup>*Ibid*, hlm.25.

proses *price discovery*, fragmentasi pasar, *fairness* dan kualitas pasar secara keseluruhan.<sup>210</sup>

Transparansi pra-perdagangan merupakan informasi harga dan volume yang melibatkan pelaku pasar ketika membuat *bid* dan *offer*, transparansi pra-perdagangan memberikan informasi kepada pasar atau pelaku pasar modal lainnya. Transparansi pra-perdagangan memiliki peranan penting dalam mengurangi potensi dampak merugikan dari fragmentasi pasar, serta membantu proses pembentukan harga yang efisien dan memberikan informasi terhadap pasar agar pelaku pasar mendapatkan eksekusi terbaik dalam perdagangan efek, dengan adanya informasi pra-perdagangan memberikan peluang kepada pelaku pasar yang bisa dimanfaatkan.

Menurut IOSCO bahwa segmen pasar yang berbeda memiliki perdagangan yang berbeda pula, tergantung kebutuhan pada jenis order, misalnya order dalam jumlah besar akan menimbulkan dampak pasar apabila tunduk pada peraturan transparansi pra-perdagangan. Oleh karena itu, IOSCO menyarankan penerapan peraturan transparansi pra-perdagangan memiliki tingkatan yang disesuaikan dengan perbedaan struktur pasar dan perbedaan jenis order. Regulator dapat memutuskan untuk tidak mewajibkan transparansi pra-perdagangan untuk jenis tempat perdagangan tertentu (misalnya *internal crossing systems* atau *reference-pricing venue*) atau jenis order tertentu (misalnya order dalam

---

<sup>210</sup>*Ibid.*

jumlah besar dari investor institusional yang tidak ingin ordernya ditampilkan). Regulator juga dapat mempertimbangkan untuk mengizinkan bentuk pengecualian lainnya dalam kondisi tertentu. Namun secara umum, regulator harus berusaha mengatur adanya sistem perdagangan yang mendorong adanya ketertiban dalam interaksi perdagangan efek. Regulator harus menimbang untung dan rugi dengan ada atau tidak adanya transparansi pra-perdagangan, serta regulator harus memastikan bahwa semua investor, khususnya investor ritel atau individual yang bermodal kecil menerima harga terbaik dalam eksekusi perdagangan efek. Oleh karena itu, lembaga pengawas pasar modal harus terus memantau praktik *dark pools* dalam pasar modal dengan mempertimbangkan potensi resiko yang timbul dengan adanya praktik *dark pools*.<sup>211</sup>

b) Transparansi Pasca Perdagangan (*Post Trade Transparency*)

Menurut IOSCO pada prinsipnya mengenai transparansi pasca perdagangan, yaitu:

*“Information regarding trades, including those executed in dark pools or as a result of dark orders entered in transparent markets, should be transparent to the public. With respect to the specific information that should be made transparent, regulators should consider both the positive and negative impact of identifying a dark venue and/or the fact that the trade resulted from a dark order”.* (Principles 2).<sup>212</sup>

Berdasarkan prinsip transparansi pasca perdagangan menurut IOSCO tersebut, informasi mengenai perdagangan, termasuk yang dilakukan

---

<sup>211</sup>*Ibid*, hlm.26.

<sup>212</sup>*Ibid*.

dalam praktik *dark pools* atau sebagai akibat dari *dark order* yang ada pada *transparent markets* (bursa efek) harus transparan kepada masyarakat. Sehubungan dengan informasi spesifik yang harus dibuat transparan, *regulator* harus mempertimbangkan dampak positif dan negatif dengan mengidentifikasi tempat perdagangan yang melakukan praktik *dark pools* dan/atau perdagangan yang dihasilkan melalui praktik *dark pools*.<sup>213</sup>

Transparansi pasca perdagangan merupakan penyebaran informasi tentang perdagangan kepada publik setelah perdagangan terjadi, transparansi pasca perdagangan memiliki peranan penting dalam proses *price discovery* dan membentuk pasar modal yang efisien. Dengan adanya transparansi mengenai informasi pasca perdagangan meminimalisir adanya *asymmetric information* atau *information failure*, dimana salah satu pihak dalam transaksi efek atau perdagangan efek memiliki informasi yang lebih banyak. Sehingga dengan adanya transparansi pasca perdagangan memberikan dampak kepada investor pandangan yang lebih luas mengenai pasar, selain itu, membantu meningkatkan proses *price discovery* dan memberikan dampak positif terhadap likuiditas pasar, dengan demikian meningkatkan kepercayaan pasar. Transparansi pasca perdagangan juga dapat berperan dalam memitigasi potensi dampak negatif dari fragmentasi pasar, dengan adanya transparansi pasca perdagangan dapat diketahui pasar mana

---

<sup>213</sup>*Ibid.*

yang memberikan harga terbaik.<sup>214</sup> Menurut IOSCO informasi mengenai transaksi efek yang telah diselesaikan (*completed transaction*) harus dapat diakses secara sama oleh para pihak dalam pasar modal, kelengkapan pencatatan (*full documentation*) dengan *audit trail* yang sistematis harus dapat diakses oleh para pihak dalam pasar modal.<sup>215</sup>

## 2. Prioritas terhadap *Transparent Orders*

Dalam praktik *dark pools* memiliki berbagai perbedaan struktur, seperti yang telah disinggung pada pembahasan sebelumnya *transparent order* merupakan order yang muncul pada bursa efek atau *public quotation*. Praktik *dark pools* dapat mengganggu *price discovery* pada bursa efek apabila bursa efek sebagai *transparent market* memfasilitasi adanya *dark order*, praktik demikian terjadi misalnya pada *crossing networks* yang dimiliki oleh bursa efek. Pada prinsipnya menurut IOSCO mengenai *transparent order* yaitu:

“*In those jurisdictions where dark trading is generally permitted, regulators should take steps to support the use of transparent orders rather than dark orders executed on transparent markets or orders submitted into dark pools. Transparent orders should have priority over dark orders at the same price within a trading venue.*” (*Principle 3*)<sup>216</sup>

Berdasarkan prinsip IOSCO tersebut apabila dalam suatu negara *dark trading* tidak dilarang, *regulator* pasar modal harus mengambil langkah-langkah pada bursa efek sebagai *transparent market* untuk mendorong

---

<sup>214</sup>*Ibid.*

<sup>215</sup>*Ibid.*

<sup>216</sup>*Ibid.*, hlm.27.

penggunaan *transparent orders* daripada eksekusi perdagangan efek menggunakan *dark orders* atau order yang dilakukan pada *dark pools*. Eksekusi terhadap *Transparent orders* harus lebih diprioritaskan dibanding *dark orders* pada harga yang sama. *Regulator* pasar modal yang mengizinkan adanya *dark trading* harus mencari cara untuk mendorong para pihak dalam pasar modal untuk menggunakan *transparent orders* dengan menggunakan suatu kerangka peraturan, misalnya dengan membuat suatu peraturan yang melindungi *transparent order* dari praktik *trade through*, seperti yang telah disinggung sebelumnya *trade through* merupakan praktik yang terjadi pada pasar dengan mekanisme *continuous auction* dimana eksekusi terhadap order berdasarkan *suboptimal price* dengan mengabaikan harga terbaik (*best bid*) pada *quotation*. *Regulator* pasar modal juga dapat mengatur *matching* terhadap order berdasarkan visibilitas dari order tersebut, misalnya *transparent orders* maka hanya dapat *matching* terhadap *transparent orders*, sedangkan *dark orders* hanya dapat *matching* terhadap *dark orders*. Dengan memprioritaskan *transparent orders* dapat membantu menjaga likuiditas bursa efek sebagai *transparent market* dan membantu proses pembentukan harga sehingga secara keseluruhan membantu menciptakan pasar modal yang teratur.<sup>217</sup>

3. Laporan kepada Lembaga Pengawas Pasar Modal (*Reporting to Regulators*)

Menurut IOSCO pada prinsipnya mengenai pelaporan pada praktik *dark pools* yaitu:

---

<sup>217</sup>*Ibid.*

*“Regulators should have a reporting regime and/or means of accessing information regarding orders and trade information in venues that offer trading in dark pools or dark orders.” (Principle 4)*<sup>218</sup>

Berdasarkan prinsip IOSCO tersebut, lembaga pengawas pasar modal selaku *regulators* harus memiliki rezim pelaporan, *regulators* harus memiliki sarana untuk mengakses informasi mengenai order atau informasi perdagangan pada penyelenggara perdagangan yang memfasilitasi praktik *dark pools* atau *dark orders* untuk memahami potensi masalah yang ditimbulkan dari adanya praktik *dark pools*, serta untuk memantau tren perdagangan pada dan perilaku perdagangan pada *dark pools* sebagai bahan yang dapat dijadikan pertimbangan untuk pengaturan yang dilakukan oleh lembaga pengawas pasar modal sebagai *regulator*, penting bagi lembaga pengawas pasar modal sebagai *regulator* untuk memiliki informasi akurat, tepat waktu, dan terperinci mengenai perdagangan yang dilakukan pada *dark pools* dan *dark order* pada pasar transparan. Informasi tersebut mencakup harga, simbol, volume dan para pihak yang terlibat transaksi serta tempat perdagangan dilakukannya transaksi *dark pools*.<sup>219</sup>

Dalam banyak kasus, seringkali operator *dark pools* membuat informasi statistik volume yang menyesatkan, termasuk order yang diarahkan ke tempat perdagangan lain (*routed*). Oleh karena itu, sangat penting bagi lembaga pengawas pasar modal untuk memiliki akses terhadap informasi yang akurat mengenai volume perdagangan yang terjadi pada *dark pools* serta volume perdagangan yang terjadi sebagai hasil dari *dark*

---

<sup>218</sup>*Ibid.*

<sup>219</sup>*Ibid.*

*order* yang dieksekusi di pasar transparan atau bursa efek. Sehingga pelaporan yang akurat dan akses yang dimiliki *regulator* terhadap informasi mencegah adanya praktik informasi yang menyesatkan tersebut.<sup>220</sup>

Lembaga pengawas pasar modal harus meminta informasi mengenai perdagangan yang dilakukan pada *dark pools* tersebut dicatat dan diberikan kepada mereka, lembaga pengawas pasar modal juga harus memastikan bahwa penyelenggara perdagangan di luar bursa yang memfasilitasi praktik *dark pools* memberikan informasi tersebut secara tepat waktu dan menggunakan konvensi perhitungan yang berlaku secara umum (*common conventions*). Regulator dapat menggunakan sejumlah informasi tersebut untuk sejumlah tujuan, misalnya informasi tersebut dapat digunakan melacak *orders* untuk tujuan pengawasan/*monitoring*, atau seperti yang sudah disinggung pada pembahasan sebelumnya, sebagai bahan pertimbangan bagi *regulator* untuk pengaturan terkait praktik *dark pools*. Menurut IOSCO pengaturan terkait pelaporan kepada lembaga pasar modal tersebut dapat dilakukan dengan bermacam cara, informasi tersebut dapat diberikan kepada lembaga pengawas pasar modal secara berkelanjutan (*ongoing basis*) atau berdasarkan permintaan dari lembaga pengawas pasar modal (*by request*), dalam menentukan pengaturan yang tepat *regulator* harus mempertimbangkan sifat dari pasar tertentu dan rezim transparansi yang berlaku.<sup>221</sup>

---

<sup>220</sup>*Ibid*, hlm.28.

<sup>221</sup>*Ibid*.

4. Ketersediaan Informasi bagi para Pihak dalam Pasar Modal mengenai *Dark Pools* dan *Dark Orders*

Menurut IOSCO pada prinsipnya terkait ketersediaan informasi bagi para pihak dalam pasar modal mengenai *dark pools* dan *dark orders* yaitu:

“*Dark pools and transparent markets that offer dark orders should provide market participants with sufficient information so that they are able to understand the manner in which their orders are handled and executed.*” (Principles 5)<sup>222</sup>

Berdasarkan prinsip IOSCO tersebut *dark pools* dan pasar transparan (bursa efek) yang memfasilitasi atau menawarkan *dark orders* harus menyediakan informasi yang lengkap bagi pelaku pasar sehingga pelaku pasar dapat memahami bagaimana eksekusi terhadap order dalam praktik *dark pools*. Ketersediaan informasi sangat penting adanya agar para pihak dalam pasar modal memahami cara *dark pools* beroperasi.<sup>223</sup> Berkaitan dengan ketersediaan informasi, *regulator* harus mengatur adanya informasi yang lengkap pada operator *dark pools* dan pasar transparan (bursa efek) yang memfasilitasi adanya *dark orders*, lembaga pengawas pasar modal sebagai *regulator* juga harus memeriksa/menginspeksi baik secara berkala atau atas dasar sebab tertentu mengenai pengungkapan informasi berupa informasi material pada operator-operator yang memfasilitasi praktik *dark pools*,<sup>224</sup>

5. Peraturan yang mengakomodasi perkembangan *Dark Pools*

---

<sup>222</sup>*Ibid.*

<sup>223</sup>*Ibid.*

<sup>224</sup>*Ibid*, hlm.29.

Menurut IOSCO mengenai prinsip perubahan peraturan (*regulatory development*) yang mengakomodasi perkembangan *dark pools* yaitu:

*“Regulators should periodically monitor the development of dark pools and dark orders in their jurisdictions to seek to ensure that such developments do not adversely affect the efficiency of the price formation process on displayed markets, and take appropriate action as needed.”* (Principles 6)<sup>225</sup>

Berdasarkan prinsip IOSCO tersebut, regulator harus secara berkala memantau perkembangan praktik *dark pools* dalam yuridiksinya untuk memastikan bahwa perkembangan tersebut tidak berdampak negatif pada efisiensi dalam proses pembentukan harga pada *displayed/transparent* market atau bursa efek, serta mengambil tindakan yang sesuai kebutuhan. Dalam laporan IOSCO tahun 2006 tentang masalah peraturan yang timbul dari evolusi pada bursa efek, IOSCO telah memberikan pedoman-pedoman untuk mengantisipasi perubahan struktur pada bursa. Dalam laporan tersebut menurut IOSCO *regulators* harus memiliki pengaturan yang memadai untuk mengakomodasi perubahan pada *market environment*, *regulators* harus menilai apakah perubahan struktur pada bursa atau pasar secara keseluruhan dimana terdapat penyelenggara perdagangan di luar bursa membutuhkan penyesuaian atau perubahan pada kerangka peraturan pasar modal. Regulators harus memenuhi kebutuhan seperti itu dengan segera. Namun, *regulators* juga harus memperhatikan dengan cermat dampak dari perubahan peraturan tersebut terhadap bursa efek, dan

---

<sup>225</sup>*Ibid.*

memastikan inti dari pengaturan tersebut membuat bursa beroperasi secara teroganisir.<sup>226</sup>

Walaupun pedoman tersebut merupakan prinsip yang ditujukan untuk mengantisipasi perubahan struktur pada bursa dimana adanya persaingan antara bursa efek dan penyelenggara perdagangan di luar bursa, namun menurut IOSCO pedoman tersebut merupakan prinsip-prinsip yang *applicable* untuk mengakomodasi perkembangan *dark pools*, dimana perkembangan *dark pools* turut mengubah struktur pada pasar modal. Oleh karena itu, penting bagi *regulators* memantau perkembangan praktik *dark pools* untuk memastikan bahwa praktik *dark pools* tidak berdampak buruk pada proses *price discovery* pada pasar transparan (bursa efek) dengan mengawasi atau memantau jumlah perdagangan (volume) yang di eksekusi dalam praktik *dark pools*. Apabila lembaga pengawas pasar modal sebagai *regulator* menganggap perkembangan praktik *dark pools* dapat berdampak negatif pada proses pembentukan harga dalam pasar transparan (bursa efek) maka harus dilakukan tindakan yang tepat untuk mengatasi distorsi semacam itu, misalnya dengan mengubah peraturan untuk meningkatkan transparansi pada kerangka peraturan dimana praktik *dark pools* dapat beroperasi. Langkah-langkah tersebut dapat dilakukan dengan melakukan tinjauan pada kerangka peraturan dimana praktik *dark pools* dapat beroperasi atau praktik *dark order* dapat dilakukan. Dalam banyak yuridiksi

---

<sup>226</sup>*Ibid*, hlm.29-30.

apa yang dilakukan *regulator* demikian dapat mengurangi praktik *dark pools* atau *dark trading*.<sup>227</sup>

## 1. Pengaturan di Indonesia

Perkembangan dan kemajuan suatu pasar modal sangat ditentukan oleh adanya kepastian hukum bagi para pelakunya, terutama masyarakat investor. Investor, khususnya investor internasional menaruh perhatian yang sangat besar terhadap aturan hukum (*rule of law*) di samping adanya aspek *full and fair disclosure*. Jika pasar modal tidak memiliki perangkat aturan yang menjamin perlindungan, kepastian hukum, dan keadilan. Apalagi bisnis di bidang pasar modal adalah bisnis yang mengandalkan kepercayaan. Kepercayaan itu akan lebih aman dan terjamin jika dipayungi oleh peraturan yang jelas dan mengikat, atau lebih dikenal dengan kepastian hukum.<sup>228</sup>

Dalam bidang pasar modal, Peraturan tertinggi yang mengikat pasar modal adalah Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, selanjutnya disingkat UUPM. Selain UUPM sebagai peraturan tertinggi dalam bidang pasar modal, terdapat peraturan lain yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Dalam bidang pasar modal, fungsi pembinaan, pengaturan, dan pengawasan sehari-hari kegiatan pasar modal dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal yang selanjutnya disebut Bapepam,<sup>229</sup> yang sejak tanggal 31 Desember 2012, fungsi, tugas, dan wewenang pengaturan dan pengawasan kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal tersebut beralih

---

<sup>227</sup>*Ibid*, hlm.30.

<sup>228</sup>M. Irsan Nasarudin dkk, *Op.Cit*, hlm.44.

<sup>229</sup>Pasal 3 ayat (1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

kepada OJK.<sup>230</sup> Peraturan OJK adalah peraturan tertulis yang ditetapkan oleh Dewan Komisiner, mengikat secara umum, dan diundangkan dalam Lembaran Negara Republik Indonesia.<sup>231</sup>

Transaksi efek merupakan setiap aktivitas atau kontrak dalam rangka memperoleh, melepaskan, atau menggunakan Efek yang mengakibatkan terjadinya peralihan kepemilikan atau tidak mengakibatkan terjadinya peralihan kepemilikan.<sup>232</sup> Transaksi efek dapat dilakukan di pasar perdana dan/atau di pasar sekunder, transaksi efek di pasar sekunder dapat dilakukan melalui Transaksi Bursa atau Transaksi di Luar Bursa.<sup>233</sup> Transaksi di Luar Bursa pada pasar sekunder merupakan Transaksi Efek antar Perusahaan Efek atau antara Perusahaan Efek dengan Pihak lain yang tidak diatur oleh Bursa Efek, dan Transaksi Efek antara Pihak yang bukan Perusahaan Efek,<sup>234</sup> transaksi di luar bursa pada pasar sekunder dapat dilakukan melalui negosiasi secara langsung antar Pihak atau melalui penyelenggara perdagangan di luar bursa yang telah mendapatkan izin dari Otoritas Jasa Keuangan.<sup>235</sup> Efek yang diperdagangkan dalam transaksi di luar bursa merupakan efek yang diatur dalam Pasal 1 angka 5 UUPM yaitu, surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga

---

<sup>230</sup>Pasal 55 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

<sup>231</sup>Pasal 1 angka 11 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

<sup>232</sup>Pasal 1 angka 2 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek

Pasal 6 ayat (1) dan (2) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.<sup>233</sup>

<sup>234</sup>Pasal 1 angka 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

<sup>235</sup>Pasal 6 ayat (3) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari Efek.<sup>236</sup>

Dalam peraturan bidang pasar modal praktik *dark pools* tidak di definisikan dan diatur secara khusus, begitupun peraturan modal di negara lain tidak mendefinisikan dan mengatur secara khusus praktik *dark pools* dalam suatu peraturan. Dalam pembahasan sebelumnya sudah disinggung bahwa praktik *dark pools* dapat terjadi karena peraturan pasar modal dalam suatu negara yang mengizinkan melakukan transaksi efek di luar bursa dan mengizinkan berdirinya penyelenggara perdagangan di luar bursa. Kedua peraturan tersebut membutuhkan peraturan lain yang terkait dengan peraturan transaksi efek di luar bursa dan peraturan penyelenggara perdagangan di luar bursa yang mengakomodasi transparansi, *fairness* dan efisiensi pasar. Sehingga mengantisipasi adanya praktik *dark pools*.

Berdasarkan Penjelasan Pasal 6 ayat (3) POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek yang dimaksud dengan “penyelenggara perdagangan di luar bursa” merupakan Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan atau menggunakan sistem elektronik untuk mempertemukan Transaksi Efek antar pengguna jasa secara terus menerus di luar Bursa Efek. Penyelenggara perdagangan di luar bursa yang telah diatur oleh Otoritas Jasa Keuangan antara lain adalah penyelenggara pasar alternatif.<sup>237</sup> Oleh karena pengaturan terhadap penyelenggara perdagangan di

---

<sup>236</sup>Pasal 1 angka 1 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22 POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

<sup>237</sup>Penjelasan Pasal 6 ayat (3) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

luar bursa yang baru diatur adalah penyelenggara pasar alternatif maka pengaturan pada “penyelenggara perdagangan di luar bursa” yang dimaksud dalam POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek merupakan pengaturan terhadap penyelenggara pasar alternatif.

Penyelenggara pasar alternatif sendiri diatur dalam POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif. Penyelenggara Pasar Alternatif, yang selanjutnya disingkat PPA, adalah Pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan atau menggunakan Sistem Elektronik untuk mempertemukan Transaksi Efek atas Efek bersifat utang dan/atau sukuk antar pengguna jasa secara terus menerus di luar Bursa Efek.<sup>238</sup> Sistem elektronik dalam PPA merupakan serangkaian perangkat dan prosedur elektronik yang berfungsi mempersiapkan, mengumpulkan, mengolah, menganalisis, menyimpan, menampilkan, mengumumkan, mengirimkan, dan/atau menyebarkan Informasi Elektronik.<sup>239</sup> Pihak yang dapat menyelenggarakan kegiatan usaha sebagai PPA merupakan perseroan terbatas, Perseroan terbatas yang menyelenggarakan kegiatan usaha sebagai PPA wajib mendapatkan izin usaha sebagai PPA dari Otoritas Jasa Keuangan.<sup>240</sup> PPA wajib menyelenggarakan perdagangan Efek bersifat utang dan Sukuk yang teratur, wajar, dan efisien, serta wajib berdomisili dan melakukan kegiatan

---

<sup>238</sup>Pasal 1 angka 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>239</sup>Pasal 1 angka 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>240</sup>Pasal 3 ayat (1) dan (2) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif

operasional di wilayah Indonesia.<sup>241</sup> Perdagangan Efek bersifat utang dan Sukuk secara teratur, wajar, dan efisien adalah suatu perdagangan yang diselenggarakan berdasarkan suatu aturan yang jelas dan dilaksanakan secara konsisten. Dengan demikian, harga yang terjadi mencerminkan mekanisme pasar berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran. Perdagangan Efek bersifat utang dan Sukuk yang efisien tercermin dalam penyelesaian transaksi yang cepat dengan biaya yang relatif murah.<sup>242</sup>

Dalam hal permodalan dan pemegang saham PPA wajib memiliki modal disetor paling sedikit sebesar Rp100.000.000.000,00 (seratus miliar rupiah), namun OJK dapat mewajibkan pemegang saham PPA untuk meningkatkan permodalan PPA dengan mempertimbangkan kebutuhan operasional atau kondisi kegiatan PPA. Pemegang saham Pengendali PPA wajib merupakan warga negara Indonesia dan/atau badan hukum Indonesia. PPA hanya dapat dimiliki oleh warga negara Indonesia, badan hukum Indonesia, dan/atau badan hukum asing yang telah memperoleh izin atau di bawah pengawasan regulator jasa keuangan di negara asalnya. Badan hukum asing) dapat memiliki saham PPA secara langsung maupun tidak langsung paling banyak 20% (dua puluh puluh persen) dari modal disetor PPA.<sup>243</sup> Dalam melakukan kegiatannya PPA wajib berdomisili dan melakukan kegiatan

---

<sup>241</sup>Pasal 5 dan 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>242</sup>Penjelasan Pasal 5 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>243</sup>Pasal 9 dan 10 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

operasional di wilayah Indonesia.<sup>244</sup> Begitupun anggota direksi dalam PPA wajib berdomisili di Indonesia.<sup>245</sup> Berdasarkan Pasal 19 ayat (1) POJK PPA, anggota direksi dilarang:

- a. mempunyai hubungan afiliasi dengan anggota Direksi dan/atau anggota Dewan Komisaris PPA lain;
- b. mengendalikan baik langsung atau tidak langsung Emiten yang merupakan penerbit dari Efek bersifat utang dan Sukuk yang diperdagangkan di PPA;
- c. mentransaksikan Efek bersifat utang dan Sukuk yang diperdagangkan di PPA; dan
- d. merangkap dalam jabatan apapun pada perusahaan lain.

Dalam melakukan kegiatannya PPA dapat memberikan layanan untuk mempertemukan Transaksi Efek dengan mekanisme *inter-dealer*, *multi-dealer*, atau *cross-matching execution* kepada pengguna jasa yang telah memenuhi persyaratan yang ditetapkan oleh PPA.<sup>246</sup> Mekanisme *inter-dealer* dalam PPA memfasilitasi *dealer* untuk dapat bertransaksi secara elektronik dan *anonymously* dengan *dealer* lainnya. Mekanisme *multi-dealer* dalam PPA yang mana sistem *multi-dealer* menyediakan nasabah dengan pesanan terkonsolidasi dari 2 (dua) atau lebih *dealer* dan menyediakan nasabah dengan kemampuan untuk mengeksekusi transaksi berdasarkan *multiple quotation* untuk Efek. Dalam *cross-matching execution*, pengguna jasa memasukkan pesanan jual dan beli yang dapat *match* dengan algoritma otomatis.<sup>247</sup>

---

<sup>244</sup>Pasal 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>245</sup>Pasal 15 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>246</sup>Pasal 8 ayat (1) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>247</sup>Penjelasan Pasal 8 ayat (1) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

PPA dilarang menjadi Pihak yang melakukan transaksi secara langsung untuk kepentingan dirinya sendiri di dalam sistem yang diselenggarakannya,<sup>248</sup> sehingga secara murni kegiatan PPA hanya sebatas penyelenggara perdagangan di luar bursa. Dalam melakukan kegiatannya PPA dapat melarang pengguna jasanya untuk melaksanakan transaksi atas Efek bersifat utang dan Sukuk di luar PPA, kecuali di Bursa Efek.<sup>249</sup> Pihak yang dapat menjadi pengguna jasa PPA meliputi PPE-EBUS, lembaga jasa keuangan yang diawasi oleh Otoritas Jasa Keuangan, dan/atau Pihak lain yang disetujui Otoritas Jasa Keuangan,<sup>250</sup> Perantara Pedagang Efek untuk Efek bersifat utang dan Sukuk yang selanjutnya disebut PPE-EBUS, adalah Pihak yang melakukan kegiatan usaha jual beli Efek bersifat utang dan Sukuk untuk kepentingan sendiri dan/atau nasabahnya,<sup>251</sup> yang dimaksud dengan “Pihak lain yang disetujui Otoritas Jasa Keuangan” meliputi nasabah perorangan, nasabah kelembagaan, otoritas fiskal dan otoritas moneter dalam rangka pelaksanaan tugas dan fungsinya.<sup>252</sup>

Berdasarkan Pasal 7 POJK PPA efek yang diperdagangkan di PPA meliputi:<sup>253</sup>

---

<sup>248</sup>Pasal 8 ayat (2) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>249</sup>Pasal 8 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>250</sup>Pasal 8 ayat (3) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>251</sup>Pasal 1 angka 9 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>252</sup>Penjelasan Pasal 8 ayat (3) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>253</sup>Pasal 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

- a. Efek bersifat utang dan sukuk yang telah dijual melalui penawaran umum;
- b. Surat Berharga Negara; dan/atau
- c. Efek bersifat utang dan Sukuk lain yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan.

Transaksi di Luar Bursa yang dilakukan melalui PPA mengikat pada saat permintaan beli dan penawaran jual atau kesepakatan jual beli pengguna jasa PPA bertemu melalui sistem PPA. Pembatalan dan koreksi atas Transaksi di Luar Bursa yang dilakukan melalui PPA dilaksanakan sesuai dengan peraturan pada PPA.<sup>254</sup> Dalam hal dilakukan Kliring dan/atau penjaminan atas Transaksi di Luar Bursa yang dilakukan PPA sebagai penyelenggara perdagangan di luar bursa, kliring dan/atau penjaminan tersebut dapat dilakukan oleh LKP, penjaminan yang dilakukan melalui LKP dilakukan berdasarkan peralihan hubungan hukum dari antara pengguna jasa PPA yang melakukan Transaksi Efek di PPA, menjadi antara anggota kliring dengan LKP pada saat Transaksi di Luar Bursa yang dilakukan melalui PPA mengikat. Dengan adanya peralihan hubungan hukum tersebut, setiap pengguna jasa PPA yang melaksanakan Transaksi Efek melalui PPA tidak dapat menuntut satu sama lain.<sup>255</sup> Sehingga berdasarkan peraturan di atas dalam hal dilakukan kliring dan/atau penjaminan pada transaksi efek yang dilakukan dalam PPA dapat melalui sistem yang dimiliki oleh PPA, atau melalui LKP sebagai alternatif.

---

<sup>254</sup>Pasal 23 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

<sup>255</sup>Pasal 25 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

Meskipun disebutkan bahwa perdagangan dalam PPA meliputi Efek Bersifat Utang dan Sukuk (EBUS) dan Surat Berharga Negara (SBN), namun dalam ketentuan umum POJK PPA tidak terdapat Pasal ketentuan umum yang mendefinisikan Efek Bersifat Utang dan Sukuk, selanjutnya disingkat EBUS. POJK PPA hanya memberikan definisi Sukuk dalam Pasal 1 angka 8 POJK PPA, yaitu Sukuk adalah Efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'/undivided share*), atas aset yang mendasarinya,<sup>256</sup> sementara itu contoh EBUS terdapat dalam penjelasan Pasal 7 huruf a POJK PPA yaitu Efek Bersifat Utang dan Sukuk yang telah dijual melalui penawaran umum antara lain obligasi korporasi, Sukuk korporasi, dan kontrak investasi kolektif Efek beragun aset.<sup>257</sup> Sehingga dengan tidak adanya ketentuan umum dalam PPA yang menjelaskan EBUS menimbulkan ketidakjelasan mengenai apa yang dimaksud dengan EBUS, apakah efek bersifat utang dan sukuk (EBUS) merupakan suatu instrumen tersendiri sehingga pengaturannya disamakan atau merupakan dua instrumen yang berbeda. Tentu efek bersifat utang atau obligasi dan sukuk tidak bisa disamakan karena obligasi adalah efek berbasis utang (*debt securities*), sedangkan sukuk adalah efek syariah berbasis sekuritisasi aset (*asset securitization*), yang dimaksud sekuritisasi aset adalah produk investasi yang

---

<sup>256</sup>Pasal 1 angka 8 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.042019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>257</sup>Penjelasan Pasal 7 huruf a Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

merupakan hasil konvensi aset riil menjadi produk keuangan (sekuritas) untuk jangka waktu tertentu.<sup>258</sup>

Surat Berharga Negara (SBN) yang diperdagangkan dalam PPA merupakan surat utang negara sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara dan surat berharga syariah negara sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.<sup>259</sup> Surat Utang Negara selanjutnya disingkat SUN, merupakan surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya,<sup>260</sup> SUN terdiri atas Surat Perbendaharaan Negara dan Obligasi Negara.<sup>261</sup> Sementara itu, Surat Berharga Syariah Negara selanjutnya disingkat SBSN, atau dapat disebut Sukuk Negara, adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.<sup>262</sup> Aset SBSN adalah objek pembiayaan SBSN dan/atau Barang Milik Negara yang memiliki nilai ekonomis, berupa tanah dan/atau bangunan maupun selain tanah dan/ atau bangunan, yang dalam rangka penerbitan SBSN dijadikan sebagai

---

<sup>258</sup>*Irwan Abdalloh, Op.Cit*, hlm 95.

<sup>259</sup>Pasal 1 angka 15 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>260</sup>Pasal 1 angka 1 Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara.

<sup>261</sup>Pasal 3 ayat (1) Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara.

<sup>262</sup>Pasal 1 angka 1 Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.

dasar penerbitan SBSN.<sup>263</sup> Selain itu PPA dapat memberikan jasa lain dengan terlebih dahulu memperoleh persetujuan dari Otoritas Jasa Keuangan.<sup>264</sup> Contoh jasa lain yang dapat diberikan oleh PPA antara lain perdagangan efek derivatif.<sup>265</sup> Sehingga dalam POJK PPA tersebut perdagangan efek pada PPA hanya terbatas pada EBUS dan SBN, dan efek derivatifnya. Perdagangan efek dalam PPA belum mencakup instrumen efek yang diatur dalam UUPM.

Dalam melaksanakan operasional dan pengendalian internal PPA, berdasarkan Pasal 23 ayat (1) POJK PPA dalam menjalankan kegiatan usahanya, PPA wajib melakukan hal sebagai berikut:

- a. menyediakan sistem dan/atau sarana dalam rangka mendukung perdagangan dan pengawasan perdagangan Efek bersifat utang dan Sukuk, dengan ketentuan sebagai berikut:
  1. memiliki sistem dengan kapasitas yang sesuai dengan kondisi saat ini danantisipasi kebutuhan mendatang;
  2. menempatkan pusat data dan pusat pemulihan bencana di wilayah Indonesia
  3. melakukan pengujian secara berkala atas kapasitas dan keamanan sistem;
  4. melakukan evaluasi akan kerentanan sistem dan pusat data operasi komputer terhadap ancaman baik yang berasal dari dalam maupun luar, risiko yang bersifat fisik, dan ancaman bencana alam;
  5. memiliki rencana kelangsungan usaha yang memadai, termasuk memiliki pusat pemulihan bencana;
  6. memiliki sumber daya manusia yang mempunyai kompetensi dalam bidang teknologi informasi;
  7. memiliki sistem cadangan untuk mengatasi kegagalan sistem;
  8. memiliki sistem yang dapat mendeteksi dan mencegah adanya akses oleh Pihak yang tidak berwenang;
  9. menerapkan pengawasan berkelanjutan dan prosedur pengelolaan krisis;

---

<sup>263</sup>Pasal1 angka 3 Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.

<sup>264</sup>Pasal 4 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>265</sup>Penjelasan Pasal 4 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

10. menggunakan enkripsi, otentikasi, dan teknik nirsangkal;
  11. menjaga sistem dari gangguan;
  12. menunjuk auditor teknologi informasi profesional untuk setiap terdapat perubahan yang material;
  13. memelihara pangkalan data dan aplikasi yang dapat merekonstruksi aktivitas perdagangan Efek;
  14. memiliki sistem yang menampilkan data perdagangan Efek yang berintegritas baik data sebelum atau sesudah Transaksi Efek;
  15. memiliki fitur pelaporan Transaksi Efek yang terhubung secara langsung ke penerima laporan Transaksi Efek;
  16. memiliki situs web PPA yang mempublikasikan sesegera mungkin data Transaksi Efek yang paling sedikit mencakup:
    - a. nama dan seri Efek;
    - b. harga transaksi;
    - c. imbal hasil;
    - d. volume transaksi;
    - e. nilai transaksi; dan
    - f. tanggal penyelesaian transaksi; dan
  17. memiliki sistem pengawasan perdagangan Efek yang memadai;
- b. menyediakan layanan secara adil, efektif, dan efisien kepada baik calon pengguna jasa PPA maupun pengguna jasa PPA tanpa diskriminasi;
  - c. memiliki pengendalian internal dan manajemen risiko yang memadai;
  - d. memiliki, mengimplementasikan, dan mengembangkan prosedur operasi standar yang dibutuhkan dalam mendukung kegiatan usaha, paling sedikit mengenai pengguna jasa, perdagangan, pengawasan perdagangan, layanan, sistem, peraturan, kerahasiaan informasi, dan kelangsungan usaha;
  - e. melakukan reviu tahunan sesuai dengan standar prosedur audit independen serta dilakukan penelaahan oleh Direksi dan Dewan Komisaris terhadap laporan yang berisi rekomendasi dan kesimpulan dari laporan tersebut;
  - f. mengadministrasikan, menyimpan, dan memelihara catatan atas semua aktivitas pengguna jasa dan data perdagangan Efek paling singkat selama 5 (lima) tahun;
  - g. membuat peraturan tentang pengguna jasa, Efek yang diperdagangkan, perdagangan, dan pengawasan perdagangan;
  - h. mengawasi kegiatan perdagangan Efek yang dilakukan pengguna jasa;
  - i. mengambil tindakan tertentu atas setiap indikasi atau pelanggaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal dan/atau peraturannya; dan

- j. menyediakan akses dan dukungan kepada Otoritas Jasa Keuangan untuk kepentingan pengawasan atas PPA dan pengguna jasanya, termasuk akses data transaksi secara seketika.

Pada penjelasan Pasal 23 (1) huruf a POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif telah memuat rincian ketentuan-ketentuan atau pedoman-pedoman pada sistem dan/atau sarana dalam PPA. Pengukuran atas kapasitas sistem dalam PPA yang sesuai dengan kondisi saat ini dan antisipasi kebutuhan mendatang dapat dilakukan dengan adanya penetapan ambang batas (*threshold*) utilisasi antara lain *hardisk*, *memory*, *processor*, *bandwidth*, berdasarkan kebutuhan, perencanaan bisnis, dan praktik yang umum pada penyelenggara pasar. Pengujian atas kapasitas dan keamanan sistem dalam PPA dilakukan hingga tingkatan *stress test* untuk memastikan kemampuan sistem memproses transaksi secara akurat, tepat waktu dan efisien. Pengujian tersebut dapat dilakukan sendiri atau oleh Pihak lain dan dilakukan minimal sekali setahun serta didokumentasikan. Evaluasi akan kerentanan sistem dan pusat data operasi komputer dilakukan dengan penilaian kinerja dan kelemahan teknologi dengan menganalisis permasalahan sistem. Sumber daya manusia yang mempunyai kompetensi dalam bidang teknologi informasi memiliki ijazah, pengalaman kerja, atau sertifikat keahlian di bidang teknologi informasi.<sup>266</sup>

Sistem yang dapat membantu mendeteksi, dan mencegah adanya akses oleh Pihak yang tidak berwenang dalam PPA dilakukan dengan adanya

---

<sup>266</sup>Penjelasan Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 1, 3, 4 dan 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

pemisahan hak akses sesuai dengan fungsinya (*user privilege*), memiliki catatan aktivitas (*log activity*) di dalam sistem yang mencakup catatan waktu, nama pengguna (*user id*), alamat internet protokol (*IP address*), dan aktivitas yang dilakukan serta memiliki fungsi pencatatan atas perubahan data di sistem dan fungsi *audit trail* yang aktif setiap saat sehingga dapat dilakukan rekonstruksi atau pelacakan atas setiap peristiwa yang terjadi. Pengawasan berkelanjutan dan prosedur pengelolaan krisis pada sistem dalam PPA berupa adanya mekanisme *monitoring* dan evaluasi operasional sistem yang konsisten dan periodik, dan manajemen penanganan permasalahan operasional teknologi informasi dari level insiden hingga level krisis. Sistem dalam PPA wajib menggunakan enkripsi otentifikasi, dan teknik nirsangkal dibuktikan seperti dengan mendapatkan sertifikat digital dari Pihak yang berwenang mengeluarkan sertifikat dengan ketentuan PPA menggunakan otentifikasi di dalam sistem dengan menggunakan sandi lewat (*password*) dan menerapkan kebijakan password yang meliputi kompleksitas *password*, batas maksimal kesalahan meng-input *password*, penggantian *password* secara reguler, kewenangan me-reset *password*. Penjagaan sistem dalam PPA dari gangguan seperti virus komputer dan/atau perangkat lunak perusak (*malicious software/malware*) dapat dilakukan dengan memasang *firewall*. Auditor teknologi informasi profesional yang ditunjuk oleh PPA melakukan audit setiap terdapat perubahan sistem yang material yang dapat mempengaruhi sistem yang sedang berjalan, baik piranti lunak maupun keras.<sup>267</sup>

---

<sup>267</sup>Penjelasan Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 8, 9, 10, 11 dan 12 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

Data atau informasi perdagangan Efek yang ditampilkan dalam PPA mencakup data yang berintegritas, baik data sebelum atau sesudah Transaksi Efek (*pre-trade and post-trade information*). PPA memastikan integritas data tersebut dengan melakukan langkah-langkah yang diperlukan dan memonitor dari kemungkinan kesalahan (*errors*) serta melakukan pembenahan sesegera mungkin. Penampilan data sebelum Transaksi Efek dilakukan secara terus-menerus pada jam perdagangan. Penampilan data setelah Transaksi Efek dilakukan mendekati waktu sebenarnya (*real-time*) atas Transaksi Efek yang telah terjadi di sistem PPA.<sup>268</sup> Pangkalan data dan aplikasi yang dapat digunakan untuk merekonstruksi aktivitas perdagangan Efek meliputi antara lain pangkalan data mengenai: penempatan, pembatalan, perubahan, atau pelaksanaan pesanan dan/atau instruksi dengan dilengkapi catatan waktu dan nomor referensi yang unik, aktivitas masuk (*log in*) dan keluar (*log out*) dalam sistem, verifikasi ketersediaan dana dan/atau Efek, seperti penetapan dan pengecualian batasan transaksi, pengelolaan sandi lewat (*password*) terkait akses nasabah dan akses pegawai; dan perubahan atas parameter sistem dan file utama (*master files*). *Server* dari pangkalan data dan aplikasi tersebut berlokasi di Indonesia.<sup>269</sup>

Berdasarkan Pasal 23 ayat (1) huruf b POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif PPA wajib menyediakan layanan secara adil, efektif, dan efisien kepada baik calon pengguna jasa PPA maupun pengguna jasa PPA tanpa diskriminasi. Layanan PPA kepada pengguna jasanya tersebut

---

<sup>268</sup>Penjelasan Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 14 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>269</sup>Penjelasan Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 13 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

meliputi layanan untuk menunjang perdagangan Efek, layanan untuk menangani keluhan, dan edukasi serta sosialisasi kepada pengguna jasa. Layanan kepada calon pengguna Jasa PPA meliputi Proses untuk menjadi pengguna jasa PPA dan layanan informasi dasar mengenai jasa dan infrastruktur yang disediakan oleh PPA.<sup>270</sup>

Berdasarkan Pasal 23 ayat (1) huruf d POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif PPA wajib memiliki, mengimplementasikan, dan mengembangkan prosedur operasi standar yang dibutuhkan dalam mendukung kegiatan usaha, paling sedikit mengenai pengguna jasa, perdagangan, pengawasan perdagangan, layanan, sistem, peraturan, kerahasiaan informasi, dan kelangsungan usaha. Proses yang dituangkan dalam prosedur operasi standar yang dibutuhkan dalam mendukung kegiatan usaha antara lain seperti akses ke sistem perdagangannya berikut pembatasannya, perlindungan informasi perdagangan Efek yang dilakukan oleh pengguna jasa, perdagangan Efek yang dilakukan oleh pegawai PPA untuk kepentingannya sendiri, penanggulangan permasalahan sistem, pelaksanaan backup data dan aplikasi, rencana kelangsungan usaha (*business continuity plan*), dan pengembangan sistem untuk tetap dalam kondisi terkini.<sup>271</sup>

Berdasarkan Pasal 23 ayat (1) huruf e POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif PPA wajib melakukan reuiu tahunan sesuai dengan standar prosedur audit independen serta dilakukan penelaahan

---

<sup>270</sup>Penjelasan Pasal 23 ayat (1) huruf b Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

<sup>271</sup>Penjelasan Pasal 23 ayat (1) huruf d Peratran Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

oleh Direksi dan Dewan Komisaris terhadap laporan yang berisi rekomendasi dan kesimpulan dari laporan tersebut. Reviu tersebut dilakukan untuk memastikan bahwa seluruh ketentuan dan prosedur operasi standar dipenuhi.<sup>272</sup>

Berdasarkan Pasal 23 ayat (1) huruf f POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif<sup>273</sup> PPA wajib mengadministrasikan, menyimpan, dan memelihara catatan atas semua aktivitas pengguna jasa dan data perdagangan Efek paling singkat selama 5 (lima) tahun. Catatan atas data tersebut termasuk data pengguna jasa, data aktivitas pesanan seperti *withdrawal*, *cancellation* dan data transaksi. Yang dimaksud dengan “data perdagangan Efek” meliputi informasi pesanan dan informasi Transaksi Efek. Informasi pesanan tersebut mencakup identitas pemesan, tanggal dan waktu (bentuk jam, menit, dan detik) pesanan diterima, masa berlaku pesanan, semua instruksi untuk merubah atau membatalkan pesanan.

Berdasarkan Pasal 24 POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif mengenai kewajiban PPA untuk membuat Peraturan PPA sebagaimana dimaksud dalam Pasal 23 huruf g POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif yang meliputi:

- a. peraturan pengguna jasa PPA, yang paling sedikit mengatur mengenai:
  1. persyaratan untuk menjadi pengguna jasa, yang mencakup kapasitas dan kemampuan calon pengguna jasa dalam melakukan Transaksi Efek, pengelolaan risiko Transaksi Efek dan menyelesaikan Transaksi Efek;
  2. prosedur untuk menjadi pengguna jasa;

---

<sup>272</sup>Penjelasan Pasal 23 ayat (1) huruf e Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif PPA.

<sup>273</sup>Penjelasan Pasal 23 ayat (1) huruf f Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

3. hak, kewajiban, dan/atau larangan pengguna jasa termasuk kewajiban pengguna jasa untuk melaporkan penyelesaian atas transaksinya kepada PPA;
  4. pemeriksaan kepada pengguna jasa;
  5. pengguna sistem yang mewakili pengguna jasa;
  6. ketentuan terkait fasilitas penyampaian pesanan secara langsung bagi nasabah;
  7. biaya;
  8. laporan; dan
  9. sanksi kepada pengguna jasa;
- b. peraturan Efek yang diperdagangkan, yang paling sedikit mengatur mengenai:
    1. kriteria Efek yang diperdagangkan; dan
    2. prosedur registrasi dan pembatalan atas Efek yang akan diperdagangkan;
  - c. peraturan perdagangan, yang paling sedikit mengatur mengenai:
    1. tata cara perdagangan;
    2. waktu perdagangan;
    3. ketentuan yang menjamin perdagangan Efek di luar Bursa Efek yang wajar berdasarkan mekanisme pasar;
    4. saat transaksi mulai mengikat dan tata cara penyelesaian transaksi;
    5. ketentuan yang menjamin tersedianya informasi pasar yang akurat, aktual, penyebarannya cepat, dan luas;
    6. penggunaan sistem perdagangan utama dan cadangan, ketentuan terkait pesanan, termasuk eksekusi, pembatalan, penerusan, dan koreksi;
    7. penghentian perdagangan, kelangsungan perdagangan dalam kondisi darurat; dan
    8. biaya transaksi; dan
  - d. peraturan pengawasan perdagangan, yang paling sedikit mengatur mengenai:
    1. parameter pengawasan perdagangan, termasuk parameter penghentian perdagangan atau pengguna jasa; dan
    2. tindakan yang diambil dalam hal terdapat adanya indikasi perdagangan yang tidak wajar termasuk penghentian sementara perdaganga

Berdasarkan Pasal 14 POJK transaksi efek OJK memberikan kewenangan kepada bursa efek untuk dapat melarang anggotanya untuk melaksanakan Transaksi Efek di luar Bursa Efek atas Efek yang tercatat di

Bursa Efek.<sup>274</sup> Berdasarkan Poin II.3. Peraturan BEI Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas anggota bursa efek dilarang melaksanakan transaksi jual beli di luar Bursa atau memfasilitasi transaksi jual beli di luar Bursa kecuali dalam kedudukannya sebagai Kustodian, atas Efek bersifat Ekuitas yang tercatat di Bursa,<sup>275</sup> namun tidak terdapat peraturan BEI yang melarang efek bersifat utang dan sukuk yang tercatat dalam bursa efek diperdagangkan di luar bursa. Dengan tidak adanya peraturan BEI yang melarang transaksi di luar bursa atas obligasi dan sukuk yang tercatat dalam BEI, maka anggota bursa efek dapat melakukan perdagangan obligasi dan sukuk yang tercatat dalam bursa efek melalui PPA.

Mekanisme *inter-dealer* dalam PPA yang melakukan transaksi efek secara *anonymous* tersebut bertentangan dengan prinsip keterbukaan yang diwajibkan UUPM. Berdasarkan Pasal 1 angka 2 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal 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 keputusan pemodal terhadap Efek dimaksud dan atau harga dari Efek tersebut. Sehingga tidak hanya dibebankan kepada emiten yang menawarkan efeknya di pasar modal saja karena para pihak lain dalam pasar modal, seperti perusahaan efek, yang berhubungan dengan

---

<sup>274</sup>Pasal 14 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

<sup>275</sup>Poin II.3. Peraturan Bursa Efek Indonesia Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas.

nasabah dan secara tidak langsung juga menawarkan atau membantu nasabahnya untuk berinvestasi di pasar modal dengan melakukan transaksi jual beli efek di pasar modal, sehingga perusahaan efek juga wajib untuk menjalankan prinsip-prinsip keterbukaan<sup>276</sup>

Dengan adanya pengaturan pada Pasal 8 ayat (1) POJK PPA dimana salah satunya PPA dapat memberikan layanan untuk mempertemukan Transaksi Efek dengan mekanisme *inter-dealer* yang memfasilitasi *dealer* untuk dapat bertransaksi secara elektronik dan *anonymously* dengan dealer lainnya merupakan bentuk “legalisasi” praktik *dark pools* di Indonesia. Dimana berdasarkan definisi *dark pools* menurut Erik Banks bahwa “A *Dark Pools* is venue or mechanism containing anonymous, nondisplayed trading liquidity that is available for execution”, yang dimaksud dengan *anonymous and nondisplayed trading liquidity* adalah bahwa transaksi Efek pada *dark pools* dilakukan secara rahasia dan tertutup yang tidak dapat diakses oleh pasar pada umumnya, transaksi tersebut biasanya menggunakan suatu *mechanism* berupa *platform* elektronik yang disediakan oleh penyelenggara *dark pools* untuk melakukan penyelesaian (*execution*) transaksi Efek.<sup>277</sup>

Dalam kacamata praktik *dark pools*, dimana praktik *dark pools* dalam pasar modal Internasional atau pasar modal di negara lain banyak dilakukan pada penyelenggara perdagangan di luar bursa, sudah disinggung dalam pembahasan sebelumnya bahwa menurut IOSCO salah satu masalah dengan adanya praktik *dark pools* adalah berpotensi menyebabkan pasar modal

---

<sup>276</sup>Hamud M. Balfast, *Loc.Cit.*

<sup>277</sup>Erik Banks, *Loc.cit.*

terfragmentasi sehingga mengganggu likuiditas bursa efek. Berdasarkan peraturan yang ada di Indonesia mengenai transaksi efek di luar bursa dan penyelenggara pasar alternatif, serta dengan adanya pelarangan oleh BEI untuk melakukan transaksi efek di luar bursa atas saham yang tercatat dalam BEI, dan perdagangan efek pada PPA yang hanya terbatas pada EBUS dan SBN. Maka berdasarkan pengaturan-pengaturan tersebut dapat mencegah potensi fragmentasi pasar pada perdagangan ekuitas yang mengganggu likuiditas bursa efek. Namun, tidak adanya peraturan BEI yang melarang transaksi efek di luar bursa yang melarang perdagangan di luar bursa atas obligasi dan sukuk yang tercatat dalam BEI berpotensi menyebabkan fragmentasi pasar pada obligasi dan sukuk yang tercatat dalam bursa efek.

Dengan adanya adanya pengaturan pada Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 15 POJK PPA yang mewajibkan PPA untuk memiliki sistem yang menampilkan yang berintegritas baik data sebelum atau sesudah Transaksi Efek (*pre-trade and post-trade information*), dimana Penampilan data sebelum Transaksi Efek dilakukan secara terus-menerus pada jam perdagangan. Penampilan data setelah Transaksi Efek dilakukan mendekati waktu sebenarnya (*real-time*) atas Transaksi Efek yang telah terjadi di sistem PPA, pengaturan tersebut sudah mengikuti pedoman IOSCO terkait *pre-trade* dan *post-trade transparency* untuk mengatasi masalah transparansi pada praktik *dark pools*.

Berkaca pada praktik *dark pools* pada pasar modal internasional dimana banyak *broker-dealer* dalam pasar modal internasional yang memiliki fasilitas *dark pools* yang beroperasi antar negara, misalnya dalam kasus *SEC vs*

*Citigroup* pada Tahun 2018 di Amerika, maka dengan adanya pengaturan pada Pasal 10 POJK PPA dimana Pemegang saham Pengendali PPA wajib merupakan warga negara Indonesia dan/atau badan hukum Indonesia, serta PPA hanya dapat dimiliki oleh warga negara Indonesia, badan hukum Indonesia, dan/atau badan hukum asing yang telah memperoleh izin atau di bawah pengawasan regulator jasa keuangan di negara asalnya, apabila badan hukum asing memiliki saham PPA secara langsung maupun tidak langsung paling banyak 20% (dua puluh puluh persen) dari modal disetor PPA, dapat mengatasi persoalan tersebut masuknya *broker-dealer* internasional yang biasa memberi fasilitas *dark pools* tersebut.

Secara struktur *dark pools* mekanisme *inter-dealer* yang disebutkan dalam Pasal 8 ayat (1) POJK merupakan *Systematic Internalization Pools* yang telah disinggung dalam pembahasan sebelumnya, begitupun dengan *cross-matching execution* merupakan termasuk *crossing networks* apabila dilihat berdasarkan struktur *dark pools*. Namun dengan adanya larangan bagi PPA untuk menjadi pihak yang melakukan transaksi secara langsung untuk kepentingan dirinya sendiri di dalam sistem yang diselenggarakannya dalam Pasal 8 ayat (2) POJK PPA, maka PT yang menyelenggarakan PPA tidak dapat menjadi *counterparties* atau lawan transaksi pada transaksi efek yang ada dalam PPA, sehingga PT yang menyelenggarakan PPA murni hanya sebagai penyelenggara perdagangan di luar bursa.

Dalam perspektif *fairness* pada pasar modal, POJK PPA telah secara tegas mewajibkan penyelenggara PPA untuk menyediakan layanan secara adil,

efektif, dan efisien kepada baik calon pengguna jasa PPA maupun pengguna jasa PPA tanpa diskriminasi, termasuk berdasarkan penjelasan Pasal 24 huruf a angka 1 dalam melakukan penilaian atas calon pengguna jasa, PPA harus bertindak adil dan tidak diskriminatif. Namun dalam perspektif *fairness* bagi efek bersifat ekuitas atau saham yang tidak tercatat dalam bursa efek pengaturan pada POJK PPA tidak *fair* karena perdagangan pada PPA hanya terbatas bagi EBUS dan SBN, sehingga bagi efek bersifat ekuitas atau saham yang tidak tercatat dalam bursa efek tidak dapat menggunakan PPA sebagai sarana untuk memperdagangkan efek di luar bursa.

Berdasarkan Pasal 1 angka 7 dan 8 Undang-Undang No. 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT). Dalam pasal ini, ditentukan perseroan publik adalah perseroan yang telah melakukan penawaran umum dan memenuhi kedua kriteria tentang jumlah pemegang saham dan modal yang harus disetor sesuai dengan ketentuan UUPM. UUPM, melalui Pasal 1 angka 22 UUPM mengatur lebih lanjut bahwa perusahaan publik itu sekurang-kurangnya memiliki 300 pemegang saham dan memiliki modal disetor sekurang-kurangnya Rp.3.000.000.000. Dengan ketentuan inilah, maka sepanjang perusahaan tetap memenuhi kedua kriteria itu, meski tidak berkehendak memperdagangkan sahamnya di BEI, maka perusahaan tetap dapat menjadi perusahaan publik. Hal ini, karena memang tidak ada keharusan dan peraturan bahwa perusahaan publik untuk mencatatkan sahamnya di BEI, sehingga terbuka opsi untuk untuk tidak melakukannya. Sekalipun demikian, sebagai perusahaan yang menjadi perusahaan publik, maka keharusan

mengikuti peraturan-peraturan Pasar Modal menjadi mutlak. Khususnya, ketentuan aspek keterbukaan informasi setelah menjadi perusahaan terbuka akan dapat memacu kinerja perusahaan untuk dapat lebih profesional, karena perusahaan dalam pengawasan Bapepam dan masyarakat.<sup>278</sup>

Secara struktur PPA tersebut mirip dengan bursa efek, dimana bursa efek merupakan pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli Efek Pihak-Pihak lain dengan tujuan memperdagangkan Efek di antara mereka,<sup>279</sup> sedangkan PPA merupakan pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan atau menggunakan Sistem Elektronik untuk mempertemukan Transaksi Efek atas Efek bersifat utang dan/atau sukuk antar pengguna jasa secara terus-menerus di luar Bursa Efek.<sup>280</sup> Bursa Efek dan PPA memiliki kesamaan sebagai Perseroan Terbatas (PT) yang mendapatkan izin dari OJK<sup>281282</sup> untuk menyelenggarakan dan menyediakan sistem untuk mempertemukan transaksi efek. Namun yang membedakan, sudah disinggung dalam pembahasan sebelumnya bahwa instrumen efek yang diperdagangkan pada PPA hanya terbatas pada EBUS dan SBN, kemudian mekanisme perdagangan pada PPA hanya bersifat terus menerus (*continuous*). Sedangkan instrumen efek yang diperdagangkan pada bursa efek mencakup seluruh instrumen efek yang diatur dalam UUPM,

---

<sup>278</sup>Agus Riyanto, "Mungkinkah Perusahaan Publik Tanpa *Listing* di BEI?", terdapat dalam <https://business-law.binus.ac.id/2017/03/12/mungkinkah-perusahaan-publik-tanpa-listing-di-bursa-efek/>, diakses tanggal 18 Agustus 2020.

<sup>279</sup>Pasal 1 angka 4 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

<sup>280</sup>Pasal 1 angka 7 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Pasar Modal.

<sup>281</sup>Pasal 6 ayat (1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.

<sup>282</sup>Pasal 3 ayat (1) dan (2) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Pasar Modal.

kemudian mekanisme perdagangan pada bursa efek tidak hanya sebatas perdagangan terus-menerus yaitu pasar reguler dan pasar tunai, namun juga terdapat pasar negosiasi.<sup>283</sup> Dengan adanya kewenangan PPA untuk membuat peraturan tentang pengguna jasa, Efek yang diperdagangkan, perdagangan, dan pengawasan perdagangan termasuk sanksi kepada penggunanya, maka kewenangan sebagai SRO tidak hanya diberikan kepada Bursa Efek, LKP dan LPP, dengan adanya POJK PPA maka Penyelenggara Pasar Alternatif sebagai penyelenggara perdagangan di luar bursa juga merupakan SRO sama seperti Bursa Efek, LKP dan LPP.

## 2. Pengaturan di Amerika

Kerangka Peraturan pasar modal di Amerika terdiri dari 3 (tiga) bagian. Pertama, Pasar modal yang diatur berdasarkan *federal laws* dan *federal regulator*. Undang-undang federal pasar modal di Amerika merupakan *federal statutes* yang ditetapkan melalui proses legislasi pada kongres, dalam bidang pasar modal terdiri dari *Securities Act of 1933* dan *Securities Exchange Act of 1934*. Selain *federal statutes/act* terdapat juga peraturan yang ditetapkan *Securities and Exchange Commission*, selanjutnya disebut dengan SEC, peraturan yang ditetapkan oleh SEC disebut dengan *Regulation*, yang merupakan peraturan pelaksana atau sebagai interpretasi dari undang-undang yang ditetapkan kongres dalam bidang pasar modal oleh SEC sebagai *federal regulator*. SEC juga memiliki wewenang melakukan *review* atau menyetujui peraturan yang dibuat oleh SRO, apakah peraturan tersebut sesuai atau tidak

---

<sup>283</sup><https://www.idx.co.id/investor/mekanisme-perdagangan/>, diakses tanggal 18 Agustus 2019.

dengan *Securities Exchange Act of 1934*. Dalam pengaturan SEC tidak mengatur perdagangan obligasi negara pada pasar perdana, dimana kewenangan tersebut ada pada *US Department of Treasury* (Kementerian Keuangan) dan *Federal Reserve (FED)*. SEC hanya mengatur pasar sekunder, dalam pasar sekunder pun SEC tidak memiliki kewenangan mengatur perdagangan berjangka dan opsi yang berada dibawah kewenangan *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*.<sup>284</sup>

Kedua, pasar modal yang diatur berdasarkan undang-undang negara bagian dan *regulator* negara bagian (*state laws and regulators*). Di Amerika, negara bagian ikut mengatur dan mengawasi *broker-dealer*, termasuk manajer investasi yang mengelola dana kurang dari 25 juta *US Dollars*, namun tetap tunduk kepada peraturan SEC. Negara bagian cenderung mengatur dan mengawasi tindak pidana pasar modal karena *law enforcers* negara bagian dapat mengajukan tuntutan pidana (*criminal prosecutions*), sementara kewenangan SEC hanya terbatas pada penerapan *civil administrative actions*, dan menyerahkan urusan pidana kepada *Department of Justice* (Kementerian Hukum). Sehingga negara bagian seringkali berkolaborasi dengan SEC dan SRO untuk pengaturan industri pasar modal pada suatu negara bagian.<sup>285</sup>

Ketiga, pasar modal yang diatur oleh SRO. SRO dalam melakukan kegiatannya dapat melakukan pengaturan bagi anggotanya, peraturan yang dibuat SRO melengkapi peraturan SEC dan undang-undang *federal* Amerika.

---

<sup>284</sup>Tanja Boskovic dkk, “*Comparing European and US Securities Regulation : MiFID versus Corresponding US Regulations*, World Bank Working Paper No.184, World Bank, 2009, hlm 3.

<sup>285</sup>*Ibid.*

Aturan apapun yang diadopsi oleh SRO harus ditinjau dan/atau disetujui oleh SEC yang memiliki otoritas sebagai *regulator*. Contoh SRO di Amerika yaitu Bursa Nasional (NYSE), Chicago *Climate Exchange* dan Nasdaq *Stock Market*), dan asosiasi sekuritas nasional yaitu *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), FINRA merupakan *non-governmental organization* (NGO) yang didirikan pada tahun 2007 sebagai hasil merger antara *National Association of Securities Dealers* (NASD) dan fungsi regulasi, penegakan dan arbitrase NYSE. Untuk obligasi daerah (*municipal bonds*), terdapat SRO khusus yang disebut dengan *Municipal Securities Rulemaking Board* (MSRB) yang bertanggung jawab untuk mengadopsi aturan perlindungan investor, mengatur *broker-dealers* dan bank yang melakukan penjaminan, memperdagangkan dan menjual obligasi bebas pajak (*tax exempt bonds*), *college saving plans* dan jenis *municipal bonds* lainnya.<sup>286</sup>

Sebelum tahun 1970-an perdagangan saham di Amerika didominasi bursa efek nasional dimana perdagangannya dimonopoli melalui *New York Stock Exchange* (NYSE). Setelah lonjakan volume perdagangan yang menyebabkan krisis pada Wall Street pada tahun 1960-an Kongres Amerika terpaksa meninjau ulang struktur pasar modal. Kemudian adanya kekhawatiran dampak negatif pada meningkatnya kepemilikan institusional investor dalam bursa efek dan adanya perbedaan harga efek yang diperdagangkan pada tiap-tiap bursa efek nasional. Untuk meningkatkan persaingan dalam pasar modal dan menghilangkan masalah tersebut pada tahun 1975 Kongres Amerika melakukan

---

<sup>286</sup>*Ibid*, hlm.4.

amandemen atau revisi terhadap *Securities Act* dengan *framework* yang menghubungkan tiap-tiap bursa efek nasional sehingga menghasilkan eksekusi transaksi efek pada harga terbaik dan transaksi efek yang efisien.<sup>287</sup>

Sebelum dilakukanya amandemen tidak ada persyaratan atau kewajiban bagi bursa efek untuk menyebarkan informasi kepada publik, termasuk tidak adanya persyaratan tentang informasi apa yang akan bursa efek berikan atau siapa yang akan mendapatkan jika bursa efek memberikan informasi tersebut sehingga membatasi akses publik terhadap informasi, termasuk untuk dapat melihat perbedaan harga yang lebih luas pada efek yang saham di bursa yang berbeda, tanpa adanya koneksi antar bursa harga terbaik di salah satu bursa tidak dapat terlihat oleh bursa lain sehingga menghambat investor untuk mendapatkan harga terbaik pada eksekusi transaksi efek.<sup>288</sup>

Pada intinya amandemen pada *Securities Act* pada tahun 1975 bertujuan untuk meningkatkan persaingan pasar dan akses pasar yang adil dengan membatasi *barriers* atau hambatan-hambatan yang diberlakukan bursa efek untuk mengakses informasi pada bursa efek. Dalam amandemen tersebut bursa efek diharuskan mendirikan sistem dimana *quotation* dapat diakses oleh semua pihak yang berkepentingan. SEC diinstruksikan untuk membuat sistem atau mekanisme untuk menjaga pasar modal yang *fair* dan teratur, terutama pada kegiatan perdagangan efek sehingga memberikan investor mendapatkan eksekusi terbaik pada ordernya terlepas pada bursa mana order tersebut ditempatkan. Sementara itu kongres tidak mengatakan secara khusus dalam

---

<sup>287</sup>Nicholas Crudele, *Op.Cit*, hlm.572.

<sup>288</sup>*Ibid*, hlm.573.

amandemen tersebut bagaimana sistem atau mekanisme tersebut, namun memberikan 5 (lima) tujuan utama dari sistem atau mekanisme tersebut, yaitu (1) pelaksanaan yang efisien secara ekonomi (*economically efficient executions*); (2) persaingan yang sehat (*fair competition*); (3) ketersediaan informasi pasar (*the availability of market information*); (4) eksekusi terbaik (*best execution*); (5) interaksi langsung antar order investor (*direct interaction among investor orders*).<sup>289</sup>

Walaupun di Amerika sudah ada usaha untuk membangun sistem pasar modal nasional yang mengurangi adanya perbedaan harga efek pada efek yang sama antar bursa efek. Namun terdapat masalah lain bagi investor institusional terutama dengan adanya perkembangan teknologi. Pada awalnya perdagangan dalam jumlah besar (*block trades*) oleh investor institusional dilakukan dengan cara negosiasi pada lantai bursa, transaksi tersebut secara privat antara penjual dan pembeli baru kemudian dilaporkan kepada bursa efek dan *national market system* ketika transaksi tersebut selesai dilakukan. Perdagangan jumlah besar juga dapat “dilakukan” oleh *market makers* sebagai investor institusional dengan cara memecah order menjadi beberapa bagian kecil baru kemudian menempatkannya pada pasar. Kedua metode tersebut memungkinkan investor institusional untuk mengkamufase order dalam jumlah besar sampai order tersebut terpenuhi, sehingga berdampak lebih kecil bagi pasar. Tetapi dengan adanya perkembangan sistem elektronik pada bursa pada tahun 1990-an dan semakin banyak *high frequency trading* (HFT) dalam

---

<sup>289</sup>*Ibid*, hlm 574.

bursa efek menyebabkan investor institusional menjadi lebih sulit dalam menerapkan praktik tersebut.

Merespon adanya perubahan pasar seperti itu SEC pada tahun 1998 mengeluarkan *Regulation Alternative Trading System (Regulation ATS)* yang mengatur penyelenggara perdagangan di luar bursa, yang memungkinkan investor institusional atau *broker-dealer* untuk mengembangkan *in-house systems*, termasuk praktik *dark pools*, untuk mempertemukan penawaran jual dan beli, terutama pada perdagangan dalam jumlah besar antara nasabahnya atau dalam *trading book* miliknya sendiri. Berdasarkan *Rules 300 (a) Regulation ATS* yang dimaksud dengan *alternative trading systems (ATS)* adalah:

*“Alternative trading system means any organization, association, person, group of persons, or system that constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange within the meaning of Rule 3b-16 of this chapter; and that does not set rules governing the conduct of subscribers other than the conduct of such subscribers' trading on such organization, association, person, group of persons, or system; or discipline subscribers other than by exclusion from trading”<sup>290</sup>*

Berdasarkan definisi *Rule 300(a) Regulation ATS* tersebut ATS merupakan setiap organisasi, asosiasi, orang, kelompok orang, atau sistem yang menyelenggarakan memelihara, atau menyediakan tempat pasar atau fasilitas untuk mempertemukan pembeli dan penjual sekuritas atau untuk melaksanakan fungsi-fungsi yang biasa dilakukan oleh bursa efek. Berdasarkan *statement* yang diberikan SEC pada tahun 2015 disebutkan bahwa *dark pools* di Amerika

---

<sup>290</sup>*Rule 242.300(a) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 28 Agustus 2020.

merupa praktik perdagangan yang diselenggarakan melalui ATS,<sup>291</sup> Adapun pengguna atau *subscribers* dari ATS merupakan setiap orang yang telah menandatangani perjanjian kontraktual dengan ATS untuk mengakses ATS tersebut, yang bertujuan untuk melakukan transaksi efek atau mengirimkan, menyebarkan, atau menampilkan order pada sistem ATS. Pelanggan, pengguna atau peserta dari ATS tersebut bukan merupakan bursa efek nasional (*national securities exchange*) dan/atau asosiasi sekuritas nasional (*national securities association/FINRA*).<sup>292</sup> Order dalam ATS sama seperti dalam bursa efek yaitu setiap indikasi kuat dari kesediaan untuk membeli atau menjual sekuritas, baik sebagai prinsipal atau perantara, yang melakukan penawaran jual dan beli dalam *quotation*, dengan cara berdasarkan perintah untuk membeli atau menjual dengan harga terbaik yang tersedia (*market order*) di pasar pada ATS atau berdasarkan perintah *limit order*, ataupun jenis perintah order lainnya.<sup>293</sup>

Pihak yang mengendalikan ATS merupakan kekuasaan, secara langsung atau tidak langsung, untuk mengarahkan manajemen atau kebijakan dari ATS, baik dari kepemilikan saham, kontrak atau lainnya. Seseorang dianggap mengendalikan jika orang tersebut merupakan direktur, mitra umum, atau pejabat yang menjalankan tanggung jawab eksekutif, ataupun memiliki status serupa dan melakukan fungsi serupa, dan pihak yang secara langsung atau tidak langsung memiliki hak untuk memberikan suara 25 persen atau lebih

---

<sup>291</sup><https://www.sec.gov/news/statement/shedding-light-on-dark-pools.html>, diakses tanggal 28 Agustus 2020.

<sup>292</sup>*Rule 242.300(b) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 28 Agustus 2020.

<sup>293</sup>*Rule 242.300(e) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 28 Agustus 2020.

berdasarkan jumlah kepemilikan saham memiliki kekuasaan untuk menjual atau mengarahkan penjualan 25 persen atau lebih hak suara dan kepemilikan saham dari ATS tersebut.<sup>294</sup>

Berbeda dengan bursa efek yang cenderung mengandalkan *high frequency trading* (HFT) untuk menunjang likuiditas dan tidak boleh membatasi investor manapun untuk mengakses pasar, praktik *dark pools* pada ATS dapat membuat sistem atau mekanisme yang sesuai dengan kebutuhan investor institusional untuk melakukan perdagangan dalam jumlah besar dan dengan membatasi akses terhadap *dark pools*. Hal tersebut tidak hanya memungkinkan investor institusional di Amerika untuk memasukan ordernya tanpa ada kekhawatiran order tersebut terdeteksi oleh pasar, tetapi juga mengurangi kemungkinan *broker* dari investor institusional investor yang melakukan transaksi efek dalam jumlah besar melakukan praktik “*front run*” pada order investor,<sup>295</sup> dimana praktik *front running* merupakan praktik yang dilakukan oleh *broker* dengan melakukan transaksi terlebih dahulu atas suatu efek tertentu pada bursa efek atas dasar adanya informasi bahwa nasabahnya akan melakukan transaksi efek dalam jumlah besar atas efek tersebut.<sup>296</sup>

Berdasarkan *Rule 301(a) Regulation ATS* SEC membedakan ATS yang terdaftar sebagai bursa dan *broker-dealer*. Apabila ATS terdaftar sebagai bursa maka pengaturannya mengacu pada *Section 6 Securities Exchange Act of*

---

<sup>294</sup>*Rule 242.300(f) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 28 Agustus 2020.

<sup>295</sup>Nicholas Crudele, *Op.Cit*, hlm.575.

<sup>296</sup><https://www.investopedia.com/terms/f/frontrunning.asp>, diakses tanggal 28 Agustus 2020.

1934, dan apabila terdaftar sebagai *broker-dealer* maka pengaturannya mengacu pada *Section 15 Securities Exchange Act of 1934*. Ekuitas atau saham yang diperdagangkan pada ATS berdasarkan *Rule 304 Regulation ATS* mensyaratkan ATS untuk yang memperdagangkan saham (*NMS Stock*) atau yang disebut dengan *NMS Stock ATSs* untuk mengajukan kepada SEC formulir awal ATS-N (*initial form ATS-N*), perubahan formulir awal ATS-N (*amendments to initial form ATS-N*), dan pemberitahuan tentang penghentian operasi. Formulir ATS-N mensyaratkan pengungkapan cara operasi *NMS Stock ATs* dan aktivitas yang terkait dengan ATS, *broker-dealer* dan afiliasinya. Saham baru dapat diperdagangkan dalam ATS jika telah ditinjau dan disetujui oleh SEC.<sup>297</sup>

ATS yang terdaftar sebagai *broker dealer* pengaturannya mengacu kepada *Section 15 Securities Exchange Act of 1934*, berdasarkan *Section 15(b) (i) Securities Exchange Act of 1934* SEC baru akan menyetujui pendaftaran *broker dealer* apabila terdaftar sebagai anggota bursa efek dan/atau asosiasi sekuritas nasional (FINRA). Apabila ATS didaftarkan sebagai bursa maka ATS wajib menetapkan aturan-aturan yang diatur dalam *Section 6 Securities Exchange Act of 1934*, dimana bursa merupakan SRO yang wajib menetapkan aturan-aturan dalam operasionalnya. Berdasarkan *Section 6(b) Securities Exchange Act of 1934* bursa harus menetapkan peraturan-peraturan yaitu:<sup>298</sup>

- (1) Bursa harus memiliki kapasitas sebagai *self regulatory organization* yang menegakan kepatuhan anggotanya dan orang-orang yang terkait dengan anggotanya, dengan ketentuan:

---

<sup>297</sup><https://www.sec.gov/divisions/marketreg/form-ats-n-filings.htm>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<sup>298</sup>*Section 6(b) U.S. Securities Exchange Act of 1934.*

- (2) Peraturan bagi *broker-dealer* atau orang yang terafiliasi dengan *broker-dealer* yang mengatur keanggotaan *broker-dealer* atau orang yang terafiliasi sebagai anggota bursa.
- (3) Aturan bursa yang menjamin representasi yang adil bagi anggotanya dalam pemilihan direksi bursa, dengan satu atau lebih direksi yang mewakili emiten dan investor yang tidak terafiliasi dengan anggota bursa, *broker* atau *dealer*.
- (4) Aturan bursa yang mengatur alokasi yang adil dalam hal iuran, biaya dan biaya lain bagi anggota bursa, emiten dan orang yang menggunakan fasilitas bursa dengan penetapan yang wajar.
- (5) Aturan bursa yang dirancang untuk mencegah tindakan dan praktik curang dan manipulatif, untuk mendorong prinsip-prinsip perdagangan yang adil dan setara, untuk mendorong kerja sama dan koordinasi dengan para pihak yang terlibat dalam pengaturan, kliring, penyelesaian, pemrosesan informasi sehubungan dengan transaksi efek, untuk mendorong menghilangkan hambatan dan menyempurnakan mekanisme pasar bebas dan terbuka serta sistem pasar nasional, dan secara umum melindungi investor dan kepentingan umum; dan tidak dirancang untuk peraturan yang mengizinkan diskriminasi yang tidak adil bagi anggota bursa, emiten, *broker* atau *dealer*.
- (6) Peraturan sanksi bagi anggota bursa dan orang yang terafiliasi dengan anggota bursa berupa; pengeluaran dengan paksa (*expulsion*), penangguhan, pembatasan aktivitas, fungsi dan operasi, denda, peringatan, penangguhan atau pelarangan terafiliasi dengan anggota bursa, dan sanksi lain yang sesuai dengan kebutuhan bursa.
- (7) Aturan bursa yang memberikan prosedur yang adil terkait keanggotaan pada anggota bursa, dan sanksi bagi anggota bursa yang melakukan praktik tidak adil dalam hal, penolakan keanggotaan pada anggota bursa, pembatasan bagi setiap orang yang menjadi anggota pada anggota bursa, dan pembatasan bagi anggota dari anggota bursa untuk mengakses layanan bursa.
- (8) Peraturan yang tidak mebatasi persaingan yang sehat (*fair competition*)

Dalam hal pengaturan fragmentasi pasar berdasarkan *Rule 19c-3 Regulation Governing off-board trading by members of national securities exchanges* disebutkan bahwa tidak ada aturan, kebijakan atau praktik yang dinyatakan oleh bursa efek yang mengkondisikan melarang, ditafsirkan melarang atau mengkondisikan pembatasan secara langsung atau tidak

langsung kemampuan anggota bursa efek untuk melakukan transaksi efek apapun selain di bursa efek terhadap efek yang tercatat atau terdaftar dalam bursa tersebut,<sup>299</sup> dengan adanya peraturan tersebut maka seluruh instrumen efek yang diperdagangkan dalam bursa efek dapat diperdagangkan melalui ATS. Selain efek yang tercatat dan terdaftar dalam bursa di Amerika berdasarkan *Unlisted Trading Privileges Act of 1994* terdapat juga hak istimewa bagi efek yang tidak terdaftar atau tidak dapat memenuhi syarat-syarat yang ditetapkan untuk *listing* dalam bursa efek seperti NYSE untuk tetap dapat diperdagangkan.<sup>300</sup> Sehingga efek yang dapat diperdagangkan dalam ATS bukan hanya efek yang tidak tercatat dalam bursa, namun efek yang tercatat dan terdaftar dalam bursa pun dapat diperdagangkan dalam ATS.

Pada mulanya bursa NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System*) merupakan penyelenggara *otc-market* terbesar di Amerika bagi saham yang tidak tercatat dalam NYSE, yang di organisir oleh NASD. Namun pada pelaksanaannya NASDAQ seperti halnya NYSE, Nasdaq juga memiliki aturan-aturan yang harus dipenuhi oleh anggotanya, seperti nilai minimal kapitalisasi pasar.<sup>301</sup> Dalam perjalanan waktu seiring bertambahnya volume perdagangan NASDAQ pun berubah dari pasar OTC menjadi bursa efek, NASDAQ mendeklarasikan sebagai “bursa efek untuk seratus tahun mendatang” (*the stock market for the next hundred years*)

---

<sup>299</sup>*Rule 19c-3 Governing off-board trading by members of national securities exchange*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<sup>300</sup><https://www.investopedia.com/terms/u/unlistedtradingprivileges.asp>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<sup>301</sup>Tim Studi Pengawasan Transaksi di Luar Bursa di Indonesia, “Studi Tentang Pengawasan Transaksi Di Luar Bursa Di Pasar Modal Indonesia”, 2003, hlm.14.

karena saham yang listing dalam *NASDAQ* kebanyakan merupakan perusahaan-perusahaan teknologi seperti Apple, Amazon atau Google, pada tahun 2001 *NASDAQ* tidak lagi dikelola oleh NASD/FINRA karena kepemilikan sahamnya dijual kepada Nasdaq Inc dan pada tahun 2001 Nasdaq Inc menjadi perusahaan publik melalui IPO.<sup>302</sup> Dengan berubahnya *NASDAQ* menjadi bursa efek sehingga sulit bagi saham *over the counter* untuk memenuhi persyaratan-persyaratan untung *listing* dalam bursa *NASDAQ* tersebut, saat ini saham yang *listing* dalam bursa *NASDAQ* pun banya diisi oleh perusahaan-perusahaan besar seperti Apple, Amazon atau Google.

Oleh karena itu satu-satunya “bursa” yang dapat digunakan bagi saham di Amerika yang tidak tercatat dalam bursa efek nasional seperti NYSE atau *NASDAQ* adalah ATS. Adapaun ATS yang dapat digunakan di Amerika bagi saham yang tidak tercatat dalam bursa efek misalnya *OTC Link*. *OTC Link* adalah sistem *inter-dealer quotation* yang menampilkan *quotation* dari *broker-dealer* yang melakukan transaksi efek secara *over the counter*, *OTC Link* merupakan anggota FINRA yang terdaftar di SEC sebagai *broker-dealer* dan ATS. Sebagian besar emiten yang dikutip oleh *OTC Link* tidak dapat memenuhi persyaratan pencatatan untuk diperdagangkan di bursa efek nasional seperti NYSE atau *NASDAQ*, sistem perdagangan dalam *OTC Link* serupa dengan NYSE ataupun *NASDAQ* yaitu perdagangan elektronik yang secara langsung

---

<sup>302</sup>[https://www.edinformatics.com/investor\\_education/nasdaq.htm](https://www.edinformatics.com/investor_education/nasdaq.htm), diakses tanggal 29 Agustus 2020.

menghubungkan jaringan *broker-dealer* di Amerika yang menyediakan layanan likuiditas dan eksekusi transaksi efek.<sup>303</sup>

Berdasarkan *Rule 301(b)(6)(ii) Regulation ATS* sehubungan dengan sistem-sistem ATS yang mendukung *order entry*, *order routing*, eksekusi order, pelaporan transaksi dan perbandingan perdagangan ATS wajib:

- (A) Menetapkan perkiraan kapasitas saat ini dan masa depan yang wajar;
- (B) Melakukan uji *stress test* berkala dari sistem kritis untuk menentukan kemampuan sistem tersebut untuk memproses transaksi secara akurat, tepat waktu, dan efisien;
- (C) Mengembangkan dan menerapkan prosedur yang wajar untuk meninjau dan menjaga perkembangan sistem dan metodologi pengujiannya;
- (D) Meninjau kerentanan sistem dan operasi komputer pusat datanya terhadap ancaman internal dan eksternal, bahaya fisik, dan bencana alam;
- (E) Menetapkan rencana kontinjensi dan pemulihan bencana yang memadai;
- (F) Setiap tahun melakukan kajian independen, sesuai dengan prosedur yang ditetapkan sesuai dengan standar dan prosedur audit pada manajemen kontrol ATS untuk memastikan bahwa *Rule (b) (6) (ii) (A) sampai (E)* bagian intersebut dipenuhi dan melakukan tinjauan oleh *senior management* atas laporan yang berisi rekomendasi dan kesimpulan dari tinjauan independen; dan
- (G) Segera memberi tahu staf SEC (*the Commission staff*) apabila terjadi pemadaman sistem dan perubahan sistem yang signifikan.

Terkait tampilan order dan akses terhadap eksekusi perdagangan pada ATS. Apabila ATS menampilkan order penggunaanya kepada siapapun dan selama setidaknya 4 dari 6 bulan kalender sebelumnya dan dengan memiliki volume perdagangan harian rata-rata 5 persen atau lebih dari rata-rata agregat volume harian transaksi efek di Amerika. Maka ATS harus menyediakan data harga dan ukuran dari order beli tertinggi dan order jual terendah untuk saham

---

<sup>303</sup><https://www.securitieslawyer101.com/2014/otc-link-ats/>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

NMS kepada bursa efek nasional dan asosiasi sekuritas nasional (FINRA) untuk dimasukkan ke dalam *quotation* yang disediakan oleh bursa efek nasional dan asosiasi sekuritas nasional sebagai vendor pengelola *quotation* dalam pasar modal Amerika. Selain untuk bursa efek nasional dan asosiasi sekuritas nasional data tersebut juga wajib disediakan dan dapat diakses oleh *broker-dealer* yang menjadi anggota bursa efek nasional atau asosiasi sekuritas nasional, hal tersebut agar *broker-dealer* memiliki kemampuan untuk melakukan transaksi efek dengan perbandingan order lain yang ditampilkan oleh bursa efek nasional atau asosiasi sekuritas nasional untuk melakukan transaksi efek.<sup>304</sup>

Dalam melaksanakan kegiatannya ATS harus menetapkan standar tertulis untuk memberikan akses perdagangan pada sistemnya. ATS tidak boleh secara tidak wajar melarang atau membatasi siapa pun sehubungan dengan akses terhadap layanan yang ditawarkan oleh ATS dengan menerapkan standar berupa peraturan tertulis dengan cara yang tidak adil dan diskriminatif. Oleh karena itu ATS wajib membuat dan menyimpan catatan tentang pemberian akses masuk untuk semua penggunaannya dengan memberikan alasan akses tersebut dan semua catatan penolakan atau pembatasan akses disertai alasan melakukan penolakan dan pembatasan akses pada pemohon. ATS dapat dikecualikan dari kewajiban tersebut apabila dalam kegiatannya hanya melakukan transaksi *crossing* dengan melakukan *matching* terhadap *customers*

---

<sup>304</sup>*Rule 242.301(b)(3) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 29 Agustus 2020.

*order* dengan *customers order* lainnya pada suatu efek dimana order tersebut tidak ditampilkan kepada siapa pun.<sup>305</sup>

Selain *Regulation ATS* terdapat peraturan lain yang terikat dengan praktik *dark pools* pada ATS, pada tahun 2005 SEC mengeluarkan *Regulation National Market Systems (NMS)*, selanjutnya disebut dengan *Regulation NMS*. Menurut Erik Banks terdapat 4 (empat) peraturan inti dalam *Regulation NMS*, yaitu<sup>306</sup>:

1. *Order Protection Rule*.
2. *Access Rule*.
3. *Sub-Penny Rule*.
4. *Market Data Rule*.

Pertama, *Order Protection Rule* diatur dalam *Rule 611 Regulation NMS*. Berdasar *Rule 611(a)* peraturan tersebut setiap tempat perdagangan (*trading center*) wajib menetapkan, memelihara, dan menegakkan peraturan dan prosedur tertulis yang secara wajar dirancang untuk mencegah praktik *trade throughs* berdasarkan harga saham pada *quotation, quotation* dalam *Regulation NMS* disebut dengan *quotation* yang dilindungi (*protected quotation*).<sup>307</sup> *Rule 611 Regulation NMS* mengatur perlindungan efek yang diperdagangkan secara *intermarket*. *Order Protection Rule* juga menuntut adanya *National Best Bid and Offer (NBBO)* yang berlaku bagi bursa efek dan *alternative trading*

---

<sup>305</sup>*Rule 242.301(b)(5)(ii) dan (iii) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<sup>306</sup>Erik Banks, *Op. Cit*, hlm.9.

<sup>307</sup>*Rule 611(a) Regulation NMS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 31 Agustus 2020.

*systems*, dimana *broker* yang melakukan transaksi Efek harus berdasarkan *Bid* tertinggi dan *Offer* terendah berdasarkan NBBO. Sehingga tujuan dari *Order Protection rule* adalah untuk memastikan investor mendapatkan harga terbaik dalam penyelesaian transaksi Efek.<sup>308</sup>

*Kedua, Access Rule* diatur dalam *Rule 610 Regulation ATS*. Berdasarkan *Rule 610(a) Regulation NMS SRO trading facility* yaitu bursa efek dan asosiasi sekuritas nasional (FINRA) tidak boleh memberlakukan ketentuan diskriminatif yang tidak adil yang mencegah atau menghalangi siapa pun untuk memperoleh akses yang efisien melalui anggota bursa efek atau asosiasi sekuritas nasional terhadap *quotation* saham yang ditampilkan melalui *SRO trading facility*. Berdasarkan *Rule 610(b) Regulation NMS* pada SRO yang berfungsi hanya sebagai fasilitas yang menampilkan *quotation (quotation of SRO display-only facility)*, setiap tempat perdagangan yang menampilkan *quotation* saham dari SRO tersebut harus memberikan biaya akses terhadap *quotation* tersebut yang secara substansial setara dengan biaya akses *quotation* yang ditampilkan SRO yang memberikan fasilitas perdagangan (*SRO trading facility*), tempat perdagangan tersebut juga tidak boleh memberlakukan ketentuan diskriminatif yang tidak adil yang mencegah atau menghalangi siapa pun yaitu anggotanya, penggunanya atau *customer* dari tempat perdagangan tersebut untuk memperoleh akses efisien terhadap *quotation* dari SRO yang hanya menampilkan *quotation* tersebut.<sup>309</sup> Adapun berdasarkan *Rule 610(c)*

---

<sup>308</sup><https://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>, hlm.22, diakses tanggal 31 Agustus 2020.

<sup>309</sup>*Rule 610(a)* dan *(b) Regulation NMS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 31 Agustus 2020.

*Regulation NMS* terkait biaya akses terhadap *quotation* tersebut, sebuah tempat perdagangan dilarang mengenakan biaya terhadap *quotation* pada eksekusi perdagangan dengan ketentuan:

- (1) Jika harga saham pada *quotation* 1 *US Dollar* atau lebih maka biaya atau ongkos tersebut tidak boleh melebihi atau diakumulasi melebihi 0,003 *US Dollar* per lembar saham.
- (2) Jika harga saham pada *quotation* kurang dari 1 *US Dollar* maka biaya atau ongkos tersebut tidak boleh melebihi atau jika diakumulasi melebihi 0,3% per lembar saham berdasarkan *quotation*.

*Ketiga, Sub-Penny Rule*, diatur dalam *Rule 612 Regulation NMS* peraturan yang mengatur perubahan harga minimum (*minimum price increment*), disebutkan bahwa bursa efek, asosiasi sekuritas nasional (FINRA), vendor (*securities information processor*), dan *broker-dealer* dilarang menampilkan, memberi peringkat (*rank*), atau menerima *bid* dan *offer* atau order instrumen efek yang harganya lebih dari 1 *US Dollar* dari siapa pun jika perubahan harga efek tersebut (naik dan turun) atau *price increment* kurang dari 0,01 *US Dollar* dan untuk efek yang harganya kurang dari 1 *US Dollar* perubahan harga minimumnya adalah 0,0001 *US Dollar*.<sup>310</sup>

Keempat, yang dimaksud dengan *market data rule* merupakan peraturan yang terdapat dalam *Rule 603 Regulation NMS*. Berdasarkan *Rule 603 (a) Regulation NMS* setiap tempat perdagangan eksklusif (ATS) dan *broker-*

---

<sup>310</sup>*Rule 612 Regulation NMS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 1 September 2020.

*dealer* atau tempat perdagangan manapun yang informasinya eksklusif harus mendistribusikan informasi sehubungan dengan *quotation* atau transaksi efek kepada *securities information processor* (SIP) atau pengolah data pasar, distirbusi informasi tersebut harus dilakukan dengan *fair*, wajar dan tidak diskriminatif. Hal tersebut juga berlaku bagi bursa efek, asosiasi sekuritas nasional (FINRA) atau *broker-dealer* yang mendistribusikan informasi *quotation* tersebut kepada SIP, *broker-dealer* atau orang lain harus melakukannya dengan *fair*, wajar dan tidak diskriminatif.<sup>311</sup> Adapun SRO *Security Information Processors* (SIP) atau pengolah data pasar terdiri tersebut merupakan *Joint-Industry Plans* yang terdiri *CTA Plan* dan *Consolidated Quotation Plan* (CQ Plan) yang dikelola oleh *The Consolidated Tape Association* (CTA) serta *Nasdaq UTP Plan* yang dikelola oleh *National Association of Securities Dealers* (NASD), adapun peran *CTA Plan*, *CQ Plan* dan *Nasdaq UTP Plan* adalah mengumpulkan, mengkonsolidasi dan memberikan informasi seluruh kegiatan transaksi Efek yang *listing* dalam bursa efek,<sup>312</sup> sementara itu yang membedakan bagi *Nasdaq UTP Plan*, *Nasdaq UTP Plan* juga mengumpulkan, mengkonsolidasi dan memberikan informasi seluruh kegiatan transaksi Efek yang merupakan *Unlisted Trading Privileges* (UTP) atau transaksi yang tidak listing dalam bursa efek<sup>313</sup>. Apabila *Order Protection rule* mengamanatkan adanya NBBO bagi transaksi Efek di luar bursa maka data

---

<sup>311</sup>*Rule 603(a) Regulation NMS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 1 September 2020.

<sup>312</sup><https://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>, diakses tanggal 1 September 2020

<sup>313</sup><http://www.utpplan.com/overview>, diakses Tanggal 22 Juni 2020.

dari *CQ Plan* dan *Nasdaq UTP Plan* inilah yang digunakan untuk mengukur NBBO tersebut.

Terkait kapasitas, integritas, ketahanan, ketersediaan, dan keamanan sistem pada ATS, ATS yang melakukan perdagangan saham merupakan entitas SCI (*Systems Compliance and Integrity*) yang terikat dengan kepatuhan dan integritas sistem pada *Regulation Systems Compliance and Integrity*, selanjutnya disebut dengan *Regulation SCI*. Sistem SCI merupakan semua komputer, jaringan elektronik teknis atau otomatis, atau sistem serupa dari, atau dioperasikan oleh atau atas nama entitas SCI yang melakukan perdagangan efek, dimana secara langsung mendukung perdagangan, kliring dan penyelesaian, *order routing*, data pasar, regulasi pasar, atau pengawasan pasar. Sistem ATS yang menjadi entitas SCI (SCI ATS) merupakan ATS yang melakukan perdagangan saham dengan volume lebih dari 5% dari keseluruhan volume perdagangan harian di Amerika pada 1 (satu) saham yang diperdagangkan di Amerika dan volume perdagangan pada ATS yang memiliki 0,25% atas keseluruhan volume perdagangan saham harian di Amerika, atau ATS yang memiliki volume perdagangan 1% dari seluruh volume perdagangan saham di Amerika.<sup>314</sup>

Setiap entitas SCI harus menetapkan, memelihara, dan menegakkan peraturan dan prosedur tertulis yang dirancang secara wajar untuk memastikan bahwa sistem SCI untuk tujuan standar keamanan memiliki tingkat kapasitas, integritas, ketahanan, ketersediaan, dan keamanan., cukup untuk

---

<sup>314</sup>*Rule 242.1000 Regulation SCI*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 4 September 2020.

mempertahankan kemampuan operasional entitas SCI dan mendorong pemeliharaan pasar yang adil dan teratur. Adapun peraturan dan prosedur yang harus ada dalam ATS sebagai entitas SCI adalah:<sup>315</sup>

- 1) Pembuatan estimasi perencanaan kapasitas infrastruktur teknologi saat ini dan masa depan yang wajar;
- 2) Melakukan *stress test* berkala dari sistem tersebut untuk menentukan kemampuannya untuk memproses transaksi secara akurat, tepat waktu, dan efisien;
- 3) Program untuk meninjau dan menjaga pengembangan sistem terkini dan metodologi pengujian untuk sistem tersebut;
- 4) Tinjauan dan pengujian berkala sebagaimana berlaku pada sistem tersebut, termasuk sistem cadangan untuk mengidentifikasi kerentanan yang berkaitan dengan ancaman internal dan eksternal, bahaya fisik, dan bencana alam atau buatan manusia;
- 5) Rencana kelangsungan bisnis dan pemulihan bencana yang mencakup pemeliharaan kemampuan cadangan dan pemulihan yang cukup tangguh dan beragam secara geografis dan yang dirancang secara wajar untuk mencapai dimulainya kembali perdagangan pada hari berikutnya dan dimulainya kembali sistem SCI selama dua jam setelah gangguan berskala luas;
- 6) Standar yang membuat sistem tersebut dirancang, dikembangkan, diuji, dipelihara, dioperasikan, dan diawasi dengan cara yang memfasilitasi pengumpulan, pemrosesan, dan penyebaran data pasar.
- 7) Pemantauan sistem tersebut untuk mengidentifikasi peristiwa potensial yang terjadi pada sistem

Setiap entitas SCI harus secara berkala meninjau keefektifan peraturan dan prosedur dan mengambil tindakan cepat untuk memperbaiki kekurangan dalam peraturan dan prosedur tersebut. Peraturan dan prosedur tersebut akan dianggap dirancang secara wajar jika konsisten dengan standar industri SCI saat ini, yang harus terdiri dari praktik teknologi informasi yang tersedia secara luas untuk kalangan profesional teknologi informasi di sektor keuangan dan dikeluarkan oleh badan otoritatif yang merupakan badan atau

---

<sup>315</sup>Rule 242.1001(a)(1) dan (2) Regulation SCI, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 4 September 2020.

badan pemerintah AS, asosiasi badan atau badan pemerintah AS, atau organisasi yang diakui secara luas.<sup>316</sup> Terkait kepatuhan (*compliance*) pada sistem SCI Setiap entitas SCI harus menetapkan, memelihara, dan menegakkan kebijakan dan prosedur tertulis yang dirancang secara wajar untuk memastikan bahwa sistem SCI beroperasi dengan cara yang sesuai dengan peraturan ini. Peraturan dan prosedur terkait kepatuhan yang disyaratkan harus mencakup, setidaknya:<sup>317</sup>

- 1) Pengujian semua sistem SCI dan setiap perubahan pada sistem SCI sebelum diimplementasikan;
- 2) Sistem kontrol internal atas perubahan pada pada sistem SCI;
- 3) Rencana untuk membuat penilaian dari fungsi sistem SCI yang dirancang untuk mendeteksi masalah sistem kepatuhan, termasuk pada *operator* SCI yang bertanggungjawab dan operator terkait lainnya.
- 4) Rencana koordinasi dan komunikasi antara pengaturan dan *operator* dari entitas SCI, termasuk oleh *operator* SCI yang bertanggungjawab mengenai desain, perubahan, pengujian, dan kontrol pada sistem SCI yang dirancang untuk mendeteksi dan mencegah sistem masalah kepatuhan.

Setelah setiap *operator* SCI yang beratnggungjawab harus memiliki dasar yang masuk akal untuk menyimpulkan bahwa telah terjadi masalah pada

---

<sup>316</sup>Rule 242.1001(a)(3) dan (4) Regulation SCI, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 4 September 2020.

<sup>317</sup>Rule 242.1001(b)(1) dan (2) Regulation SCI, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 4 September 2020.

sistem SCI, setiap entitas SCI harus mulai mengambil tindakan korektif yang sesuai yang harus mencakup, minimal, mengurangi potensi kerugian bagi investor dan integritas pasar yang diakibatkan dari kejadian tersebut dan mencurahkan sumber daya yang memadai untuk memperbaiki masalah sesegera mungkin.<sup>318</sup>

Setiap entitas SCI wajib menyebarkan informasi masalah pada sistem SCI segera setelah operator SCI yang bertanggungjawab memiliki dasar yang wajar untuk menyimpulkan bahwa telah terjadi peristiwa yang merupakan gangguan sistem dengan penjelasan secara merinci pada masalah tersebut. Termasuk deskripsi tindakan korektif yang diambil oleh yang entitas SCI ketika terjadi gangguan sistem dan kapan gangguan pada sistem tersebut telah atau diperkirakan akan diselesaikan.<sup>319</sup>

**Tabel III.A.2 Perbandingan Pengaturan Praktik Dark Pools Sebagai Bentuk Transaksi Efek Pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa Di Indonesia dan Amerika**

	Indonesia	Amerika
Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa	Penyelenggara Perdagangan Alternatif (PPA).	<i>Alternative Trading Systems</i> (ATS)
Instrumen Efek Yang Diperdagangkan	Efek bersifat utang dan Sukuk dan obligasi negara (EBUS).	Saham, Obligasi dan Efek Derivatif

<sup>318</sup>Rule 242.1002(a) Regulation SCI, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 4 September 2020.

<sup>319</sup>Rule 242.1002(c) Regulation SCI, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 4 September 2020.

<p>Mekanisme Transaksi Efek</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Mekanisme <i>inter-dealer</i>, yang memfasilitasi <i>dealer</i> untuk dapat bertransaksi secara elektronik dan <i>anonymously</i> dengan <i>dealer</i>.</li> <li>2. Mekanisme <i>multi-dealer</i>, yang menyediakan nasabah dengan pesanan terkonsolidasi dari 2 (dua) atau lebih <i>dealer</i> dan menyediakan nasabah dengan kemampuan untuk mengeksekusi transaksi berdasarkan <i>multiple quotation</i> untuk Efek.</li> <li>3. Mekanisme <i>cross-matching execution</i>. Dalam <i>cross-matching execution</i> pengguna jasa memasukkan pesanan jual dan beli yang dapat <i>match</i> dengan algoritma otomatis.</li> </ol>	<p>Tidak diatur secara khusus.</p>
<p>Pengaturan Fragmentasi Pasar Antara Bursa Efek dan Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa</p>	<p>Tidak ada peraturan yang melarang melakukan transaksi efek atas efek bersifat utang dan sukuk (EBUS) yang tercatat dalam bursa efek untuk diperdagangkan pada penyelenggara pasar alternatif.</p>	<p>Berdasarkan <i>Rule 19c-3 Regulation Governing off-board trading by members of national securities exchanges</i> disebutkan bahwa tidak ada aturan, kebijakan atau praktik yang dinyatakan oleh bursa efek yang mengkondisikan melarang, ditafsirkan melarang atau mengkondisikan pembatasan secara langsung atau tidak langsung kemampuan anggota bursa efek untuk melakukan transaksi efek apapun selain di bursa efek terhadap efek yang tercatat atau terdaftar dalam bursa tersebut.</p>
<p>Pengaturan Transparansi Pada Penyelenggara</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Berdasarkan Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 14 POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif, PPA wajib memiliki sistem yang menampilkan data</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Apabila ATS menampilkan order penggunaanya kepada siapapun dan selama setidaknya 4 dari 6 bulan kalender sebelumnya dengan memiliki volume perdagangan harian rata-rata</li> </ol>

<p>Perdagangan di Luar Bursa (<i>Pre-Trade Transparency</i> dan <i>Post-Trade Transparency</i>)</p>	<p>perdagangan Efek yang berintegritas baik data sebelum atau sesudah Transaksi Efek. Data atau informasi perdagangan Efek yang ditampilkan mencakup data yang berintegritas, baik data sebelum atau sesudah Transaksi Efek (<i>pre-trade and post-trade information</i>) yang ditampilkan secara terus menerus.</p> <p>2. Berdasarkan Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 16 POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif, PPA wajib memiliki situs web PPA yang mempublikasikan sesegera mungkin data Transaksi Efek yang paling sedikit mencakup nama dari seri efek, harga transaksi, imbal hasil, volume transaksi, nilai transaksi dan tanggal penyelesaian transaksi.</p>	<p>5 persen atau lebih dari rata-rata agregat volume harian transaksi efek di Amerika. Maka ATS harus menyediakan data harga dan ukuran dari order beli tertinggi dan order jual terendah untuk saham kepada bursa efek nasional dan asosiasi sekuritas nasional (FINRA) untuk dimasukkan ke dalam <i>quotation</i> yang disediakan oleh bursa efek nasional dan asosiasi sekuritas nasional sebagai vendor pengelola <i>quotation</i> dalam pasar modal Amerika.</p> <p>2. Berdasarkan <i>Rule 603 (a) Regulation NMS</i> setiap tempat perdagangan eksklusif (ATS) dan <i>broker-dealer</i> atau tempat perdagangan manapun yang informasinya eksklusif, harus mendistribusikan informasi sehubungan dengan <i>quotation</i> atau transaksi efek kepada <i>securities information processor</i> (SIP).</p>
<p>Pengaturan <i>Fairness</i></p>	<p>Berdasarkan Pasal 23 ayat (1) huruf b POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif PPA wajib menyediakan layanan secara adil, efektif, dan efisien kepada baik calon pengguna jasa PPA maupun pengguna jasa PPA tanpa diskriminasi. Layanan PPA kepada pengguna jasanya tersebut meliputi layanan untuk menunjang perdagangan Efek, layanan untuk menangani keluhan, dan edukasi serta sosialisasi kepada pengguna jasa, sedangkan layanan kepada calon pengguna Jasa PPA</p>	<p>1. Dalam melaksanakan kegiatannya ATS harus menetapkan standar tertulis untuk memberikan akses perdagangan pada sistemnya. ATS tidak boleh secara tidak wajar melarang atau membatasi siapa pun sehubungan dengan akses terhadap layanan yang ditawarkan oleh ATS dengan menerapkan standar berupa peraturan tertulis dengan yang adil dan tidak diskriminatif. ATS wajib membuat dan menyimpan catatan tentang pemberian akses masuk untuk semua</p>

	<p>meliputi Proses untuk menjadi pengguna jasa PPA dan layanan informasi dasar mengenai jasa dan infrastruktur yang disediakan oleh PPA.</p>	<p>penggunanya dengan memberikan alasan akses tersebut dan semua catatan penolakan atau pembatasan akses disertai alasan melakukan penolakan dan pembatasan akses pada pemohon.</p> <p>2. Berdasarkan <i>Rule 610(b) Regulation NMS</i> SRO yang berfungsi hanya sebagai fasilitas yang menampilkan <i>quotation (quotation of SRO display-only facility)</i>, setiap tempat perdagangan yang menampilkan <i>quotation</i> saham dari SRO tersebut harus memberikan biaya akses terhadap <i>quotation</i> tersebut yang secara substansial setara dengan biaya akses <i>quotation</i> yang ditampilkan SRO yang memberikan fasilitas perdagangan (<i>SRO trading facility</i>), tempat perdagangan tersebut juga tidak boleh memberlakukan ketentuan diskriminatif yang tidak adil yang mencegah atau menghalangi siapa pun yaitu anggotanya, penggunanya atau customer dari tempat perdagangan tersebut untuk memperoleh akses efisien terhadap <i>quotation</i> dari SRO yang hanya menampilkan <i>quotation</i> tersebut.</p>
<p>Peraturan Yang Melindungi Harga Efek</p>	<p>Tidak Ada</p>	<p>1. <i>Rule 611 Regulation NMS</i> mengatur perlindungan efek yang diperdagangkan secara <i>intermarket</i>. <i>Order Protection Rule</i> juga menuntut adanya <i>National Best Bid and Offer (NBBO)</i> yang berlaku bagi bursa efek</p>

		<p>dan <i>alternative trading systems</i>, dimana <i>broker</i> yang melakukan transaksi Efek harus berdasarkan <i>Bid</i> tertinggi dan <i>Offer</i> terendah berdasarkan NBBO. Sehingga tujuan dari <i>Order Protection rule</i> adalah untuk memastikan investor mendapatkan harga terbaik dalam penyelesaian transaksi Efek.</p> <p>2. <i>Rule 612 Regulation NMS</i> mengatur perubahan harga minimum (<i>minimum price increment</i>), disebutkan bahwa bursa efek, asosiasi sekuritas nasional (FINRA), <i>vendor</i> (<i>securities information processor</i>), dan <i>broker-dealer</i> dilarang menampilkan, memberi peringkat (<i>rank</i>), atau menerima <i>bid</i> dan <i>offer</i> atau order instrumen efek yang harganya lebih dari 1 <i>US Dollar</i> dari siapa pun jika perubahan harga efek tersebut (naik dan turun) atau <i>price increment</i> kurang dari 0,01 <i>US Dollar</i> dan untuk efek yang harganya kurang dari 1 <i>US Dollar</i> perubahan harga minimunya adalah 0,0001 <i>US Dollar</i>.</p>
Sarana <i>Intermarket Quotation</i>	Tidak Ada	<i>Securities Information Processor</i> (SIP)

## **B. Pengawasan terhadap praktik *Dark Pools* sebagai bentuk Transaksi Efek di Luar Bursa pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa oleh Lembaga Pengawas Pasar Modal di Indonesia dan Amerika**

Dalam industri pasar modal, kualitas pengawasan oleh pihak *supervisor* merupakan salah satu faktor utama yang perlu mendapatkan perhatian guna mewujudkan kondisi perindustrian pasar modal yang stabil, tahan uji serta likuid.<sup>320</sup> Terdapat dua pilar pokok dalam sistem pengawasan yang harus dikedepankan. Pilar pertama adalah sistem pengawasan berdasarkan pada prinsip kehati-hatian (*prudence*), pilar kedua adalah pengawasan yang menekankan pada keterbukaan (*disclosure*) dan perlindungan konsumen, dimana industri perbankan sangat mengedepankan prinsip kehati-hatian sedangkan industri pasar modal sangat mengedepankan prinsip keterbukaan.<sup>321</sup>

Secara umum fungsi pengawasan pasar modal yang dilaksanakan oleh lembaga pengawas dapat mengikuti tiga model yaitu *government led model*, *flexibility model* serta *cooperation model*. Pengawasan pasar modal yang dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan pada praktiknya mengikuti *government led model* dimana terdapat peran serta pemerintah yang cukup besar dalam penentuan peraturan pasar modal, dimana Otoritas Jasa Keuangan menjadi badan pengawas primer dalam pengawasan pasar modal yang meliputi aspek pembuatan peraturan, monitoring serta enforcement. Sedangkan pengawasan yang menerapkan *flexibility model* memungkinkan adanya partisipasi pasar dalam membuat struktur atas aktivitas yang dilakukan dengan tetap memenuhi

---

<sup>320</sup>Inda Rahadiyan, *Op.Cit*, hlm.102

<sup>321</sup>*Ibid*, hlm.4.

kewajiban pengawasan, seperti yang dilakukan oleh *Japan Financial Service* di Jepang atau *Budesbank* di Jerman. Sedangkan *cooperation model* seperti yang diterapkan di Amerika yaitu dengan memberikan keleluasaan yang cukup kepada institusi pasar modal untuk melaksanakan aktivitas operasi pasar melalui pemberian kewenangan untuk melakukan pembuatan regulasi di pasar modal.<sup>322</sup>

### **1. Pengawasan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK) di Indonesia**

Berdasarkan UUPM, Badan Pengawas Pasar Modal, selanjutnya disebut dengan Bapepam, sebagai otoritas pengawas pasar modal diberi kewenangan yang luar biasa terkait dengan kewenangan untuk membuat peraturan, melakukan pemeriksaan dan penyidikan. Menjatuhkan sanksi administratif dan denda. Pasal 3 ayat (1) UUPM disebutkan bahwa pembinaan, pengaturan dan pengawasan kegiatan pasar modal dilakukan oleh Bapepam. Hal tersebut dilaksanakan oleh Bapepam dengan tujuan mewujudkan terciptanya kegiatan pasar modal yang teratur, wajar, dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat (Pasal 4 UUPM). Berdasarkan ketentuan tersebut, maka Bapepam berfungsi sebagai: (a) lembaga pembina; (b) lembaga pengatur dan (c) lembaga pengawas. Oleh karena itu, BAPEPAM dan Lembaga Keuangan (LK) mempunyai tugas membina, mengatur, dan mengawasi dalam kegiatan pasar modal sehari-hari serta merumuskan dan melaksanakan kebijakan dan standarisasi teknis di bidang

---

<sup>322</sup>*Ibid*, hls.107.

lembaga keuangan, sesuai dengan kebijakan yang ditetapkan oleh Menteri Keuangan, dan berdasarkan peraturan perundang-undang yang berlaku.<sup>323</sup>

Dalam rangka menjalankan fungsi sebagai pengatur, pengawas dan pembina pasar modal, berdasarkan Pasal 5 UUPM memberikan otoritas pasar modal beberapa kewenangan yaitu:

- a. Memberi:
  - 1) izin usaha kepada Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Reksa Dana, Perusahaan Efek, Penasihat Investasi, dan Biro Administrasi Efek;
  - 2) izin orang perseorangan bagi Wakil Penjamin Emisi Efek, Wakil Perantara Pedagang Efek, dan Wakil Manajer Investasi; dan
  - 3) persetujuan bagi Bank Kustodian;
- b. mewajibkan pendaftaran Profesi Penunjang Pasar Modal dan Wali Amanat;
- c. menetapkan persyaratan dan tata cara pencalonan dan memberhentikan untuk sementara waktu komisaris dan atau direktur serta menunjuk manajemen sementara Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian sampai dengan dipilihnya komisaris dan atau direktur yang baru;
- d. menetapkan persyaratan dan tata cara Pernyataan Pendaftaran serta menyatakan, menunda, atau membatalkan efektifnya Pernyataan Pendaftaran;
- e. mengadakan pemeriksaan dan penyidikan terhadap setiap Pihak dalam hal terjadi peristiwa yang diduga merupakan pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya;
- f. mewajibkan setiap Pihak untuk:
  - 1) menghentikan atau memperbaiki iklan atau promosi yang berhubungan dengan kegiatan di Pasar Modal; atau
  - 2) mengambil langkah-langkah yang diperlukan untuk mengatasi akibat yang timbul dari iklan atau promosi dimaksud;
- g. melakukan pemeriksaan terhadap:
  - 1) setiap Emiten atau Perusahaan Publik yang telah atau diwajibkan menyampaikan Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam; atau

---

<sup>323</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm. 49.

- 2) Pihak yang dipersyaratkan memiliki izin usaha, izin orang perseorangan, persetujuan, atau pendaftaran profesi berdasarkan Undang-undang ini;
- h. menunjuk Pihak lain untuk melakukan pemeriksaan tertentu dalam rangka pelaksanaan wewenang Bapepam sebagaimana dimaksud dalam huruf g;
- i. mengumumkan hasil pemeriksaan;
- j. membekukan atau membatalkan pencatatan suatu Efek pada Bursa Efek atau menghentikan Transaksi Bursa atas Efek tertentu untuk jangka waktu tertentu guna melindungi kepentingan pemodal;
- k. menghentikan kegiatan perdagangan Bursa Efek untuk jangka waktu tertentu dalam hal keadaan darurat;
- l. memeriksa keberatan yang diajukan oleh Pihak yang dikenakan sanksi oleh Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, atau Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian serta memberikan keputusan membatalkan atau menguatkan penerapan sanksi dimaksud;
- m. menetapkan biaya perizinan, persetujuan, pendaftaran, pemeriksaan, dan penelitian serta biaya lain dalam rangka kegiatan Pasar Modal;
- n. melakukan tindakan yang diperlukan untuk mencegah kerugian masyarakat sebagai akibat pelanggaran atas ketentuan di bidang Pasar Modal;
- o. memberikan penjelasan lebih lanjut yang bersifat teknis atas Undang-undang ini atau peraturan pelaksanaannya;
- p. menetapkan instrumen lain sebagai Efek selain yang telah ditentukan dalam Pasal 1 angka 5; dan
- q. melakukan hal-hal lain yang diberikan berdasarkan Undang-undang ini.

Berdasarkan fungsi dan kewenangan tersebut, otoritas pasar modal memiliki posisi sebagai lembaga yang:

1. Membuat Peraturan (*Rule Making*)-*Regulator*

*Rule making* merupakan kewenangan BAPEPAM untuk membuat peraturan sebagai aturan main untuk kegiatan pasar modal. *Rule making* memiliki kemiripan dengan kewenangan legislatif sehingga kewenangan ini disebut dengan *quasi legislative power*. Berkaitan

dengan pembuatan aturan main di pasar modal tersebut, BAPEPAM memiliki kewenangan antara lain:<sup>324</sup>

- a. Penyusunan peraturan kegiatan di bidang pasar modal
- b. Penyusunan aturan mengenai pembinaan dan pengawasan terhadap pihak yang memperoleh izin usaha, persetujuan, pendaftaran dari badan dan pihak lain yang bergerak di pasar modal.
- c. Penetapan ketentuan akuntansi di bidang pasar modal.
- d. Perumusan standar, norma, pedoman kriteria dan prosedur di bidang lembaga keuangan.

## 2. Investigasi dan Penegakan

Investigasi dan penegakan merupakan kewenangan untuk melakukan pemeriksaan dan penyelidikan dan penyidikan dalam hal ada pelanggaran peraturan di bidang pasar modal. Fungsi ini menjadikan Bapepam sebagai penyidik khusus di bidang pasar modal. Bapepam diberi kewenangan untuk melakukan pemeriksaan terhadap semua pihak yang telah, sedang atau mencoba untuk melakukan, menyuruh, turut serta, atau membantu melakukan pelanggaran UUPM dan aturan pelaksanaannya. Kewenangan untuk melakukan pemeriksaan diatur dalam Pasal 100 UUPM. Pemeriksaan adalah kegiatan mencari, mengumpulkan serta mengolah data dan keterangan lain yang

---

<sup>324</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.50.

dilakukan oleh pemeriksian untuk membuktikan ada atau tidak adanya pelanggaran atas peraturan perundang-undangan pasar modal.<sup>325</sup>

Menurut Pasal 100 ayat (2) UUPM dalam rangka pelaksanaan tugas sebagai pemeriksa, Bapepam dapat melakukan:

- a. meminta keterangan dan atau konfirmasi dari Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya atau Pihak lain apabila dianggap perlu;
- b. mewajibkan Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya untuk melakukan atau tidak melakukan kegiatan tertentu;
- c. memeriksa dan atau membuat salinan terhadap catatan, pembukuan, dan atau dokumen lain, baik milik Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya maupun milik Pihak lain apabila dianggap perlu; dan atau
- d. menetapkan syarat dan atau mengizinkan Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya untuk melakukan tindakan tertentu yang diperlukan dalam rangka penyelesaian kerugian yang timbul.

Menurut Pasal 101 ayat (1) dan (2) UUPM dalam hal Bapepam berpendapat pelanggaran terhadap Undang-undang ini dan atau peraturan pelaksanaannya mengakibatkan kerugian bagi kepentingan Pasar Modal dan atau membahayakan kepentingan pemodal atau masyarakat, Bapepam menetapkan dimulainya tindakan penyidikan. Bapepam dapat menunjuk Pejabat Pegawai Negeri Sipil tertentu di lingkungan Bapepam diberi wewenang

---

<sup>325</sup>*Ibid*, hlm.51.

khusus sebagai penyidik untuk melakukan penyidikan tindak pidana di bidang Pasar Modal berdasarkan ketentuan dalam Kitab Undang-undang Hukum Acara Pidana. Berdasarkan Pasal 101 ayat (3) UUPM penyidik tersebut berwenang untuk:

- a. menerima laporan, pemberitahuan, atau pengaduan dari seseorang tentang adanya tindak pidana di bidang Pasar Modal;
- b. melakukan penelitian atas kebenaran laporan atau keterangan berkenaan dengan tindak pidana di bidang Pasar Modal;
- c. melakukan penelitian terhadap Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
- d. memanggil, memeriksa, dan meminta keterangan dan barang bukti dari setiap Pihak yang disangka melakukan, atau sebagai saksi dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
- e. melakukan pemeriksaan atas pembukuan, catatan, dan dokumen lain berkenaan dengan tindak pidana di bidang Pasar Modal;
- f. melakukan pemeriksaan di setiap tempat tertentu yang diduga terdapat setiap barang bukti pembukuan, pencatatan, dan dokumen lain serta melakukan penyitaan terhadap barang yang dapat dijadikan bahan bukti dalam perkara tindak pidana di bidang Pasar Modal;
- g. memblokir rekening pada bank atau lembaga keuangan lain dari Pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam tindak pidana di bidang Pasar Modal;
- h. meminta bantuan ahli dalam rangka pelaksanaan tugas penyidikan tindak pidana di bidang Pasar Modal; dan
- i. menyatakan saat dimulai dan dihentikannya penyidikan.

### 3. Memberikan Sanksi

Kewenangan otoritas pasar modal untuk memberi sanksi termasuk dalam kategori *quasi judicial power* yaitu kewenangan otoritas pasar modal untuk menegakan aturan, mengadili, memberi sanksi administrasi seperti memecat atau mencabut izin atau melarang pihak-pihak tertentu yang melanggar peraturan untuk berpartisipasi dalam kegiatan pasar modal. Kewenangan otoritas

pasar modal untuk memberikan sanksi diatur dalam Pasal 102 ayat (1) UUPM yaitu Bapepam mengenakan sanksi administratif atas pelanggaran UUPM dan atau peraturan pelaksanaannya yang dilakukan oleh setiap Pihak yang memperoleh izin, persetujuan, atau pendaftaran dari Bapepam.<sup>326</sup> Berdasarkan Pasal 102 ayat (2) UUPM kewenangan sanksi administrasi tersebut dapat 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.

Tanggal 22 November merupakan tonggak bersejarah bagi dunia pasar modal karena terjadi perubahan besar terhadap pengaturan dan pengawasan kegiatan pasar modal dengan dikeluarkannya Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, selanjutnya disingkat UUOJK. Otoritas Jasa Keuangan, yang selanjutnya disingkat OJK, adalah lembaga yang independen dan bebas dari campur tangan pihak lain, yang mempunyai fungsi, tugas, dan wewenang pengaturan, pengawasan, pemeriksaan, dan penyidikan sebagaimana dimaksud dalam UU tersebut. Lembaga Jasa Keuangan adalah lembaga yang melaksanakan kegiatan di sektor Perbankan, Pasar Modal, Perasuransian, Dana Pensiun, Lembaga Pembiayaan, dan Lembaga Jasa Keuangan Lainnya.<sup>327</sup>

---

<sup>326</sup>*Ibid*, hlm.53.

<sup>327</sup>Pasal 1 angka 1 dan Pasal 1 angka 4 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

OJK dibentuk dengan tujuan agar keseluruhan kegiatan jasa keuangan di dalam sektor jasa keuangan secara teratur, adil, transparan, dan akuntabel, serta mampu mewujudkan sistem keuangan yang tumbuh secara berkelanjutan dan stabil, dan mampu melindungi kepentingan konsumen dan masyarakat. Dengan tujuan ini, OJK diharapkan dapat mendukung kepentingan sektor jasa keuangan nasional sehingga mampu meningkatkan daya saing nasional. Selain itu, OJK harus mampu menjaga kepentingan nasional, antara lain meliputi sumber daya manusia, pengelolaan, dan kepemilikan di sektor jasa keuangan dengan tetap mempertimbangkan aspek positif globalisasi. OJK dibentuk dan dilanadasi dengan prinsip-prinsip tata kelola yang baik, yang meliputi independensi, akuntabilitas, pertanggungjawaban, transparansi dan kewarajan.<sup>328</sup>

Perbedaan OJK dengan Bapepam LK adalah Bapepam LK berada di bawah dan bertanggungjawab kepada Menteri Keuangan, sedangkan OJK adalah lembaga yang independen dalam melaksanakan tugas dan wewenangnya dari campur tangan pihak lain. Dengan beralihnya pengaturan dan pengawasan pasar modal ke OJK, diharapkan pasar modal menjadi lebih independen. Dibawah pengaturan dan pengawasan OJK, kegiatan pasar modal diharapkan terintegrasi secara baik dengan lembaga keuangan lainnya mengingat OJK berfungsi menyelenggarakan sistem pengaturan dan pengawasan yang terintegrasi terhadap keseluruhan kegiatan dalam sektor jasa keuangan.<sup>329</sup>

---

<sup>328</sup>Adrian Sutedi, *Op.Cit*, hlm.111-112.

<sup>329</sup>Mas Rahmah, *Op.Cit*, hlm.54.

Berdasarkan Pasal 9 UUOJK untuk melaksanakan tugas pengawasan OJK memiliki wewenang yaitu:

- a. menetapkan kebijakan operasional pengawasan terhadap kegiatan jasa keuangan;
- b. mengawasi pelaksanaan tugas pengawasan yang dilaksanakan oleh Kepala Eksekutif;
- c. 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;
- d. memberikan perintah tertulis kepada Lembaga Jasa Keuangan dan/atau pihak tertentu;
- e. melakukan penunjukan pengelola statuter;
- f. menetapkan penggunaan pengelola statuter;
- g. menetapkan sanksi administratif terhadap pihak yang melakukan pelanggaran terhadap peraturan perundangundangan di sektor jasa keuangan; dan
- h. memberikan dan/atau mencabut:
  1. izin usaha;
  2. izin orang perseorangan;
  3. efektifnya pernyataan pendaftaran;
  4. surat tanda terdaftar;
  5. persetujuan melakukan kegiatan usaha;
  6. pengesahan;
  7. persetujuan atau penetapan pembubaran; dan
  8. penetapan lain.

Dalam hal pengawasan terhadap praktik *dark pools* pada penyelenggara perdagangan di luar bursa berdasarkan Pasal 31 ayat (1) POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif dalam melakukan kegiatannya PPA wajib melaporkan kepada Otoritas Jasa Keuangan hal sebagai berikut:

- a. laporan kegiatan transaksi harian, yang wajib disampaikan paling lambat pada hari perdagangan berikutnya;
- b. laporan penyelesaian transaksi harian, yang wajib disampaikan paling lambat pada hari kerja berikutnya;

- c. laporan rekapitulasi transaksi bulanan pengguna jasa, yang wajib disampaikan paling lambat hari perdagangan kelima bulan berikutnya;
- d. laporan kegiatan tahunan termasuk laporan keuangan tahunan yang telah diaudit oleh akuntan yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan, yang wajib disampaikan paling lambat akhir bulan ke-3 (ketiga) setelah tanggal laporan keuangan tahunan;
- e. persetujuan dan/atau penolakan atas Pihak yang mengajukan sebagai pengguna jasa dan/atau perubahan pengguna jasa, wajib disampaikan paling lambat hari perdagangan berikutnya;
- f. perubahan struktur organisasi dan/atau sistem, wajib disampaikan paling lambat hari perdagangan berikutnya;
- g. pelanggaran dan sanksi yang dikenakan terhadap pengguna jasa, wajib disampaikan paling lambat hari perdagangan berikutnya;
- h. peristiwa khusus yang wajib disampaikan paling lambat pada akhir hari perdagangan yang sama;
- i. pengunduran diri anggota Direksi dan/atau anggota Dewan Komisaris paling lambat 2 (dua) hari kerja sejak peristiwa dimaksud diketahui; dan
- j. hasil RUPS PPA paling lambat 2 (dua) hari kerja sejak tanggal penyelenggaraan RUPS tersebut, dengan ketentuan akta notarial RUPS PPA tersebut wajib disampaikan kepada Otoritas Jasa Keuangan paling lambat 2 (dua) hari kerja setelah akta tersebut diterima oleh PPA.

Berkaitan dengan pelaporan transaksi efek, berdasarkan Pasal 3 POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek, transaksi efek yang wajib dilaporkan adalah transaksi atas:

- a. Efek bersifat utang dan Sukuk yang telah dijual melalui penawaran umum.
- b. obligasi konversi yang diterbitkan untuk penambahan modal dengan atau tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.
- c. Surat Berharga Negara
- d. Efek lain yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan untuk dilaporkan.

Transaksi efek yang wajib dilaporkan berdasarkan Pasal 4 POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek salah satunya meliputi transaksi jual beli putus, jual beli putus (*outright*) merupakan Transaksi Efek yang diikuti dengan adanya perpindahan kepemilikan Efek, termasuk transaksi jual beli putus yang dilakukan pada hari yang sama dengan hari penjatahan sebelum dilakukannya pencatatan (*when issued*).<sup>330</sup> Laporan atas Transaksi Efek wajib disampaikan secara elektronik dengan menggunakan sistem dan/atau sarana yang disediakan Pihak yang ditunjuk oleh Otoritas Jasa Keuangan untuk menyediakan sistem dan/atau sarana dan menerima pelaporan Transaksi Efek. diakukan oleh PLTE.<sup>331</sup> PLTE atau Penerima Laporan Transaksi Efek adalah Pihak yang ditunjuk oleh Otoritas Jasa Keuangan untuk menyediakan sistem dan/atau sarana dan menerima pelaporan Transaksi Efek.<sup>332</sup> Adapaun berdasarkan Pasal 6 POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi efek hal yang wajib dilaporkan dalam sistem dan/atau sarana yang disediakan oleh PLTE meliputi:

- a. nama dan seri Efek;
- b. nomor tunggal identitas pemodal dan nama Pihak penjual/pemilik awal/pemilik rekening serah;
- c. nomor tunggal identitas pemodal dan nama Pihak pembeli/pemilik akhir/pemilik rekening terima;
- d. jenis rekening Efek (rekening sendiri atau rekening nasabah);
- e. harga transaksi;
- f. imbal hasil;
- g. volume transaksi;
- h. nilai transaksi;

---

<sup>330</sup>Penjelasan Pasal 4 huruf a Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

<sup>331</sup>Pasal 5 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

<sup>332</sup>Pasal 1 angka 8 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

- i. waktu transaksi (tanggal, jam, dan menit);
- j. waktu pelaporan atau waktu instruksi kepada Partisipan;
- k. jenis transaksi;
- l. tanggal penyelesaian transaksi;
- m. status kepemilikan;
- n. nama Kustodian jual dan Kustodian beli;
- o. nama Perantara Pedagang Efek (jika ada);
- p. identitas Partisipan;
- q. Nomor Pokok Wajib Pajak (jika ada);
- r. tingkat harga dan jangka waktu transaksi khusus untuk transaksi pinjam-meminjam; dan
- s. jenis Transaksi *Repurchase Agreement*, tanggal kontrak, mata uang kontrak, tingkat harga, jangka waktu transaksi, margin awal atau *haircut* Efek, dan status sebagai prinsipal/agen khusus untuk Transaksi *Repurchase Agreement*.

Setiap Pihak yang melakukan Transaksi Efek wajib menyampaikan laporan atas setiap Transaksi Efek yang dilakukannya kepada Otoritas Jasa Keuangan melalui PLTE, dalam hal Transaksi Efek dilakukan di penyelenggara pasar lainnya pelaporan atas Transaksi Efek tersebut dilakukan oleh penyelenggara pasar lainnya untuk kepentingan Pihak yang melakukan Transaksi Efek dimaksud dan Partisipan yang merupakan anggota penyelenggara pasar lainnya, yang melakukan Transaksi Efek baik untuk kepentingannya sendiri ataupun kepentingan Pihak lain atas informasi wajib yang belum dilaporkan oleh penyelenggara pasar lainnya.<sup>333</sup>

Partisipan yang dimaksud dalam POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek merupakan Perantara Pedagang Efek, bank, atau Pihak lain yang disetujui Otoritas Jasa Keuangan, yang menggunakan sistem dan/atau sarana pelaporan Transaksi Efek dan terdaftar pada PLTE.<sup>334</sup>

---

<sup>333</sup>Pasal 7 huruf b Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

<sup>334</sup>Pasal 1 angka 10 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

Penyelenggara pasar lainnya yang dimaksud dalam POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek antara lain penyelenggara perdagangan Surat Utang Negara di luar Bursa Efek yang telah mendapatkan izin usaha dari Otoritas Jasa Keuangan.<sup>335</sup> Apabila mengacu ketentuan peralihan POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif pihak yang telah memiliki izin usaha sebagai penyelenggara perdagangan surat utang negara di luar Bursa Efek dari OJK dapat melakukan kegiatan sebagai PPA tanpa memperoleh izin usaha sebagai PPA dan wajib menyesuaikan persyaratan operasional dan pengendalian internal sebagai PPA sebagaimana dimaksud POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif paling lambat 2 (dua) tahun sejak POJK tersebut mulai berlaku.<sup>336</sup> Sehingga penyelenggara pasar lainnya yang dimaksud dalam POJK Pelaporan Transaksi Efek tersebut dapat berlaku juga bagi PPA. Berdasarkan Pasal 23 ayat (1) huruf angka 15 POJK PPA, PPA merupakan partisipan PLTE karena dalam sistem dan/atau sarananya, PPA wajib memiliki fitur pelaporan yang terhubung secara langsung ke penerima laporan transaksi efek (PLTE).

Penyelenggara pasar lainnya wajib melaporkan data perdagangan atas setiap transaksi dimaksud seketika setelah transaksi terjadi sesuai dengan data transaksi pada penyelenggara pasar lainnya dan Partisipan wajib melaporkan informasi yang sebagaimana dimaksud dalam Pasal 6 POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek yang belum dilaporkan

---

<sup>335</sup>Penjelasan Pasal 7 huruf b Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

<sup>336</sup>Pasal 36 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.

melalui penyelenggara pasar lainnya paling lambat pada hari yang sama dengan transaksi efek dilakukan.<sup>337</sup> Berdasarkan penjelasan Pasal 8 ayat (1) huruf a angka 1 POJK Transaksi Efek yang dimaksud data perdagangan tersebut mencakup nama dan seri efek, harga transaksi, volume transaksi, tanggal transaksi dan tanggal *settlement*. Adapun kewajiban bagi PLTE dan Partisipan adalah PLTE wajib memberikan bukti atas pelaporan Transaksi Efek kepada Partisipan sesegera mungkin setelah pelaporan tersebut diterima oleh PLTE dan Partisipan wajib memberikan bukti atas pelaporan Transaksi Efek kepada Pihak yang melaporkan sesegera mungkin setelah Partisipan menerima bukti pelaporan Transaksi Efek dari PLTE.<sup>338</sup> PLTE juga berkewajiban untuk menyediakan data transaksi yang dapat diakses publik seketika setelah transaksi dilaporkan tanpa memungut biaya, berdasarkan Pasal 15 ayat (2) POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek data transaksi yang wajib tersedia untuk publik paling sedikit memuat informasi:<sup>339</sup>

- a. nama dan seri Efek;
- b. harga transaksi;
- c. imbal hasil;
- d. volume transaksi;
- e. nilai transaksi;
- f. jenis transaksi;
- g. tanggal penyelesaian transaksi; dan
- h. tingkat harga dan jangka waktu transaksi khusus untuk Transaksi *Repurchase Agreement* dan pinjam-meminjam.

---

<sup>337</sup>Pasal 8 ayat 1 huruf a Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

<sup>338</sup>Pasal 14 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

<sup>339</sup>Pasal 15 ayat (1) dan (2) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Transaksi Efek.

Berdasarkan Pasal 17 POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek Dalam melaksanakan tugas dan fungsinya, PLTE wajib memenuhi ketentuan sebagai berikut:

- a. menetapkan tata cara pendaftaran Partisipan, prosedur dan tata cara pelaporan, jam pelaporan, biaya yang dikenakan kepada Partisipan, sanksi berkaitan dengan penggunaan sistem, dan menyediakan sistem pelaporan elektronik yang dapat diakses oleh Partisipan, dengan terlebih dahulu memperoleh persetujuan Otoritas Jasa Keuangan;
- b. menyediakan sistem teknologi informasi kepada Otoritas Jasa Keuangan yang memungkinkan Otoritas Jasa Keuangan mengawasi pelaporan Transaksi Efek setiap saat;
- c. menjamin kerahasiaan data Transaksi Efek yang dilaporkan oleh Partisipan kepada PLTE, kecuali data yang wajib disediakan kepada publik sebagaimana dimaksud dalam Pasal 15; dan
- d. menerapkan tata cara pelaporan Transaksi Efek dalam kondisi tertentu sesuai dengan rencana kelangsungan usaha yang telah memperoleh persetujuan Otoritas Jasa Keuangan.

Berdasarkan Pasal 29 POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif Peraturan PPA dan setiap perubahannya mulai berlaku setelah mendapat persetujuan Otoritas Jasa Keuangan. Pengajuan permohonan persetujuan rancangan peraturan atau perubahannya, diajukan kepada Otoritas Jasa Keuangan yang disertai dengan:

- a. alasan perubahan dan rancangan;
- b. pendapat pengguna jasa;
- c. persetujuan Dewan Komisaris; dan
- d. pendapat dari Pihak yang berkepentingan.

Dalam hal pengawasan represif, berdasarkan ketentuan sanksi administratif POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif dan/atau POJK Nomor 22/POJK.04.2019 tentang Transaksi Efek dan POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi. OJK berwenang mengenakan sanksi administratif terhadap setiap pihak yang melakukan pelanggaran atau menyebabkan terjadinya pelanggaran terhadap ketentuan.

Sanksi 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/atau
- g. pembatalan pendaftaran.

Sanksi administratif berupa denda, pembatasan kegiatan usaha, pembekuan kegiatan usaha, pencabutan izin usaha, pembatalan persetujuan dan pembatalan pendaftaran tersebut dapat dikenakan dengan atau tanpa didahului pengenaan sanksi administratif berupa peringatan tertulis. Dalam hal sanksi administratif pada pelaporan transaksi efek, Berdasarkan Pasal 24 ayat (1) POJK Nomor 22/POJK.04.2019 tentang Pelaporan Transaksi Efek apabila Partisipan terlambat atau tidak menyampaikan laporan transaksi efek, Partisipan dapat dikenakan sanksi administratif berupa denda sesuai dengan

akumulasi waktu keterlambatan atas semua transaksi yang dilakukan dalam 1 (satu) bulan. Berdasarkan ayat (2) sanksi denda tersebut dikenakan atas:

- a. keterlambatan pelaporan Transaksi Efek yang disebabkan oleh Partisipan jual atau Partisipan beli;
- b. keterlambatan melengkapi informasi nama Kustodian oleh Partisipan jual atau Partisipan beli; dan/atau
- c. keterlambatan melengkapi informasi lain yang belum dilaporkan melalui Bursa Efek atau penyelenggara pasar lainnya.

Besarnya sanksi denda tersebut sebesar Rp10.000,00 (sepuluh ribu rupiah) atas setiap jam keterlambatan pelaporan per laporan atau paling banyak Rp100.000,00 (seratus ribu rupiah) per hari per laporan, dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp100.000.000,00 (seratus juta rupiah) per laporan.

Dengan adanya kewajiban bagi PPA sebagai penyelenggara perdagangan di luar bursa untuk melaporkan nomor tunggal identitas pemodal dan nama pihak penjual/pemilik awal/pemilik rekening serah dan nama pihak pembeli/pemilik akhir/pemilik rekening terima pada Pasal 6 huruf b dan c POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Pelaporan Transaksi Efek, hal tersebut kontradiktif dengan mekanisme *inter-dealer* dalam PPA yang memfasilitasi *dealer* untuk dapat bertransaksi secara elektronik dan *anonymously* dengan *dealer* lainnya. Secara umum Indonesia telah menganut rezim pelaporan terhadap transaksi efek pada PPA. Sehingga OJK dapat melakukan tindakan preventif dan represif kepada para pihak yang melakukan transaksi efek yang menyimpang dalam kegiatan PPA.

## 2. Pengawasan oleh *U.S. Securities and Exchange Commission (SEC)* di Amerika

*The Securities Exchange Commission*, selanjutnya disingkat *SEC*, adalah suatu badan independen dari pemerintah Amerika Serikat yang memiliki tanggung jawab utama untuk mengatur pasar modal dan mengawasi pelaksanaan dari peraturan-peraturan dibidang pasar modal. SEC merupakan badan yang independen, bipartisan, perwakilan kuasi yudisial dari pemerintah Amerika Serikat. SEC didirikan pada tahun 1934 berdasarkan *Rule 4* dari *Securities Exchange Act of 1934*. Kewenangan yang diberikan oleh Kongres Amerika Serikat kepada SEC mengizinkan SEC untuk melaksanakan penegakan hukum sipil (*civil enforcement authority*) terhadap perusahaan dan/atau perorangan yang melakukan kejahatan akuntansi, memberikan informasi yang tidak benar, terlibat dalam *insider trading* ataupun pelanggaran lainnya dalam *Securities Act of 1933*. SEC juga bekerja sama dengan penegak hukum lainnya di Amerika Serikat untuk penuntutan hukum dari perorangan maupun perusahaan yang melakukan kesalahan yang dikategorikan termasuk dalam kejahatan.<sup>340</sup>

Guna melaksanakan mandat yang diberikan maka SEC menetapkan suatu aturan yang mewajibkan perusahaan publik untuk menyerahkan laporan keuangan secara berkala setiap kuartal dan juga laporan tahunan. Sebagai bagian dari kewajiban laporan tahunan maka direksi dari perusahaan harus menyediakan pula ringkasan berupa analisa dan diskusi manajemen yang

---

<sup>340</sup><https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>, diakses tanggal 3 September 2020.

menggambarkan tentang kinerja perseroan ditahun yang lampau dan bagaimana cara perseroan dalam menghadapinya. Dalam upaya untuk meningkatkan lingkup pelayanan bagi para investor maka SEC membuat suatu *database* yang dapat diakses secara online yang diberi nama EDGAR (*The Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system*) dimana para investor dapat mengakses semua informasi yang dimiliki oleh SEC. Laporan kuartal dan tahunan dari perusahaan publik adalah merupakan hal yang sangat penting bagi para investor dalam mengambil suatu keputusan investasinya dalam pasar modal. Tidak seperti dunia perbankan, investasi pada pasar modal tidaklah dijamin oleh Pemerintah Federal melalui lembaga penjamin simpanan yaitu *Federal Deposit Insurance Corporation*.<sup>341</sup>

Dengan kantor pusatnya di Washington DC, SEC terdiri dari 5 orang Komisioner yang ditunjuk oleh Presiden Amerika berdasarkan pertimbangan dan nasehat dari Senat dan masing-masing untuk masa jabatan selama 5 tahun. Pengangkatan mereka dilakukan secara berurutan setiap tahunnya sehingga dengan demikian masa jabatan salah satu Komisaris akan berakhir pada tanggal 5 Juni setiap tahunnya. Untuk menjaga agar SEC tetap bersifat non-partisan maka tidak boleh lebih dari 3 komisioner yang berasal dari partai yang sama. Presiden juga menunjuk salah seorang dari komisioner tersebut sebagai ketua yang merupakan jabatan puncak pada SEC. Komisioner SEC dibantu oleh staf ahli yang termasuk didalamnya akuntan, insinyur, penguji, *lawyer*, dan analis

---

<sup>341</sup>*Ibid.*

pasar. Para profesional tersebut ditugaskan kedalam berbagai macam divisi dan jabatan. Adapaun divisi tersebut adalah.<sup>342</sup>

1. Divisi Keuangan Perusahaan (*Corporation Finance*), merupakan divisi yang melaksanakan tanggung jawabnya untuk mengawasi keterbukaan informasi perusahaan kepada investor. Korporasi diharuskan untuk mematuhi peraturan yang berkaitan dengan keterbukaan yang harus dilakukan saat saham pertama kali dijual dan kemudian secara berkelanjutan dan berkala. Staf pada divisi *corporation finance* secara rutin meninjau dokumen keterbukaan yang diajukan oleh perusahaan, dan juga memberikan bantuan kepada perusahaan untuk menafsirkan aturan SEC dan merekomendasikan kepada SEC aturan baru untuk diterapkan. Divisi *corporation finance* juga memberikan interpretasi administratif dari *Securities Act of 1933*, *The Securities Exchange Act of 1934*, dan *The Trust Indenture Act of 1939* dan merekomendasikan peraturan untuk mengimplementasikan undang-undang tersebut.<sup>343</sup>
2. Divisi Perdagangan dan Pasar (*Trading and Markets*), yang bertanggung jawab untuk membantu SEC dalam melaksanakan tanggung jawabnya untuk menjaga pasar modal yang wajar, teratur, dan efisien dengan melakukan pengawasan sehari-hari pada pelaku pasar modal yaitu bursa efek, SRO termasuk *Financial Regulatory Authority* (FINRA) dan *Municipal*

---

<sup>342</sup>*Ibid.*

<sup>343</sup>*Ibid.*

*Securities Rulemaking Board* (MSRB), lembaga kliring yang membantu memfasilitasi penyelesaian perdagangan, agent transfer (pihak yang menyimpan catatan efek), *Securities Information Processor* (SIP) yang mengelola data pasar dan lembaga rating. Divisi perdagangan dan pasar sebelumnya merupakan divisi *market regulation* yang diubah pada tahun 2007. Adapun tanggung jawab tambahan divisi perdagangan dan pasar yaitu:<sup>344</sup>

- a. melaksanakan program integritas keuangan SEC untuk *broker-dealer*;
  - b. meninjau (dan dalam beberapa kasus menyetujui, di bawah kewenangan yang didelegasikan oleh SEC) mengusulkan aturan baru dan mengusulkan perubahan aturan yang ada yang diajukan oleh SRO;
  - c. membantu Komisi dalam menetapkan aturan dan menerbitkan interpretasi tentang hal-hal yang mempengaruhi operasi pasar sekuritas; dan
  - d. Melakukan pengawasan pasar modal.
3. Divisi Manajemen Investasi (*Investment Management*), bertugas mengawasi perusahaan manajemen investasi yang biasanya menerbitkan reksadana serta penasehat investasi profesional mereka. Divisi ini melaksanakan ketentuan dalam hukum sekuritas

---

<sup>344</sup>*Ibid.*

federal (*federal security law*) khususnya *Investment Company Act of 1940* dan *Investment Advisers Act of 1940*.<sup>345</sup>

4. Divisi Penegakan Hukum (*Enforcement*), divisi ini bekerja sama dengan 3 (tiga) divisi SEC lainnya untuk melakukan investigasi atas pelanggaran terhadap *securities law* serta peraturan-peraturan terkait lainnya serta melakukan tindakan hukum sebagaimana yang diamanatkan oleh undang-undang terhadap pelaku pelanggaran tersebut. SEC umumnya melakukan investigasi secara tertutup. Staf Divisi penegakan hukum dapat meminta dokumen secara sukarela serta pernyataan-pernyataan pimpinan perusahaan, ataupun dapat meminta surat perintah penyelidikan dari SEC dimana berdasarkan surat perintah tersebut maka staf divisi pengakan hukum dapat melakukan upaya paksa guna meminta dokumen-dokumen serta pernyataan saksi-saksi. SEC dapat mengajukan gugatan *civil action* atau "*law suit*" pada Pengadilan Distrik di Amerika ataupun proses administratif dihadapan hakim peradilan administratif (*Administrative Law Judge-ALJ*). SEC tidak memiliki kewenangan dalam hal pidana namun dapat menyerahkan dugaan atas perbuatan pidana yang terjadi kepada *Department of Justice* (DOJ) atau Kementrian Hukum dan jaksa penuntut federal.<sup>346</sup>

---

<sup>345</sup>*Ibid.*

<sup>346</sup>*Ibid.*

Dalam hal pengaturan dan pengawasan saat ini SEC bertanggung jawab untuk menyelenggarakan 7 peraturan hukum yang utama dalam industri pasar modal yaitu:<sup>347</sup>

1. *Securities Act of 1933*

Di Amerika *Securities Act of 1933* sering disebut dengan “kebenaran dalam hukum pasar modal” (*truth in securities law*). *Securities Act of 1933* memiliki dua tujuan dasar yaitu:<sup>348</sup>

- a. mengharuskan investor menerima informasi keuangan dan informasi penting lainnya tentang efek yang ditawarkan untuk dijual publik; dan
- b. melarang penipuan, penyesatan informasi, dan penipuan lainnya dalam penjualan sekuritas.

2. *Securities Exchange Act of 1934*

Dengan *Securities Exchange Act of 1934* Kongres Amerika membentuk SEC dengan otoritas yang luas dan meliputi semua aspek pasar modal. Kekuasaan tersebut yaitu registrasi (*register*), mengatur dan mengawasi pasar modal Amerika. Undang-undang tersebut juga mengidentifikasi dan melarang jenis perilaku tertentu dalam pasar modal dan memberikan SEC kekuasaan disipliner atas entitas yang diatur dan orang-orang yang terkait. Undang-undang tersebut juga mendorong SEC untuk mewajibkan

---

<sup>347</sup>*Ibid.*

<sup>348</sup>*Ibid.*

pelaporan informasi berkala oleh perusahaan dengan efek yang diperdagangkan secara publik.<sup>349</sup>

### 3. *Trust Indenture Act of 1939*

Undang-undang ini mengatur dan melindungi hak dan kepentingan dari pihak pembeli dari suatu utang berupa *bonds*, *debenture*, *notes* dan lain-lainnya yang ditawarkan kepada publik. Antara lain diatur bahwa *Indenture Trustee* tidak boleh mempunyai *conflict of Interest*, dan *Standard of Conduct* lainnya dari *trustee* tersebut.

### 4. *Investment Company Act of 1940*

*Investment Company Act of 1940* mempunyai tujuan dan mengatur perlindungan terhadap hak dan kepentingan dari investor khususnya dan masyarakat pada umumnya dari tindakan-tindakan yang dilakukan oleh perusahaan investasi, yakni perusahaan yang bergerak dalam bidang bisnis: *investment*, *reinvesting* dan *trading* terhadap sekuritas, dan sekuritas yang diterbitkannya sendiri yang ditawarkan kepada publik. Antara lain diatur tentang kewajiban bagi suatu *Investment Company* untuk mendaftarkan ke SEC, keterbukaan terhadap kondisi finansialnya, dilarang mengubah “*nature*” atau kebiasaan dari bisnisnya tanpa persetujuan dari pemegang saham, melarang transaksi dengan orang dalam,

---

<sup>349</sup>*Ibid.*

mengatur kualifikasi bagi pemimpin perusahaan, dan lain sebagainya.<sup>350</sup>

5. *Investment Advisers Act of 1940*

*Investment Advisers Act of 1940* mengatur dan mengawasi tentang tata kerja dan pola tingkah laku dari para *broker* dan *dealer* di pasar modal. Mereka diharuskan untuk melakukan registrasi, dan registrasinya dapat ditolak atau dibatalkan oleh SEC setelah adanya suatu *notice* dan *hearing*. Kepada mereka dilarang dan diancam dengan sanksi pidana dan administrasi jika antara lain melakukan hal-hal seperti *filing of false report*, *fraudulent misconduct*, atau perbuatan *deceptive* atau *manipulative* lainnya. Undang-Undang ini lahir karena *Securities Exchange Act 1934* tidak mengatur profesi lain diluar *broker-dealer*, padahal penasihat investasi yang juga terlibat di didalam kegiatan pasar modal belum diatur di dalam Undang-Undang manapun.<sup>351</sup>

6. *Sarbanes-Oxley Act of 2002*

Pada tanggal 30 Juli 2002, Presiden George W. Bush menandatangani *Sarbanes-Oxley Act of 2002* menjadi undang-undang, yang ia anggap sebagai "reformasi paling jauh dari praktik bisnis Amerika sejak masa Franklin Delano Roosevelt". *Sarbanes-Oxley Act of 2002* mengamanatkan sejumlah reformasi untuk meningkatkan tanggung jawab perusahaan, dan menciptakan

---

<sup>350</sup>*Ibid.*

<sup>351</sup>*Ibid.*

Dewan Pengawas Akuntansi Perusahaan Publik (*Public Company Accounting Oversight Board-PCAOB*). Dengan diterbitkannya undang-undang ini, ditambah dengan beberapa aturan pelaksanaan dari Securities Exchange Commission (SEC) dan SRO, diharapkan akan meningkatkan standar akuntabilitas perusahaan, transparansi dalam pelaporan keuangan, memperkecil kemungkinan bagi perusahaan atau organisasi untuk melakukan dan menyembunyikan *fraud*, serta membuat perhatian pada tingkatan sangat tinggi terhadap *corporate governance*.<sup>352</sup>

7. *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*

*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* ditandatangani menjadi undang-undang pada tanggal 21 Juli 2010 oleh Presiden Barack Obama.<sup>353</sup> Secara garis besar, keberadaan undang-undang ini bertujuan untuk memperbesar peran negara terhadap aktivitas pasar untuk mencegah instabilitas. Dimana instabilitas akibat aktivitas pasar yang ‘minim’ kontrol dipercaya sebagai penyebab terjadinya krisis keuangan. Kehadiran UU tersebut kemudian berusaha untuk mereformasi dan mentransformasikan sifat dari pasar *derivative* Amerika yang cenderung bebas tersebut. Dalam hal pengawasan UU tersebut mengatur pembentukan sebuah badan independen yang akan

---

<sup>352</sup>*Ibid.*

<sup>353</sup>*Ibid.*

mengawasi pelaksanaan UU Perlindungan Konsumen tersebut yakni *The Consumer Financial Protection Bureau*. Selain itu, UU tersebut berusaha untuk mendorong terbentuknya sistem peringatan dini (*Advance Warning System*) terhadap gejolak yang terjadi di pasar modal yang dilakukan dengan jalan membentuk badan yang secara khusus bertanggung jawab terhadap pengelolaan dampak dan penanggulangan krisis yakni *The Financial Stability Oversight Council*. UU tersebut juga akan mengatur *Reformasi Mortgage System* dengan menerapkan sejumlah peraturan, semisal dengan menerapkan kewajiban ‘mampu bayar’ bagi semua pihak yang ingin melakukan pinjaman dan kredit perumahan. Salah satu dari upaya reformasi ini juga melingkupi adanya penyediaan jasa konsultasi mengenai *mortgage* serta menerapkan peraturan yang ketat bagi *mortgage* dengan harga lebih tinggi. Selain itu, *Dodd Frank Act* akan menaikkan standar “*hedge fund*” yang merupakan dana investasi pribadi yang dapat digunakan dalam berbagai *asset*. *Hedge fund* ini dapat digunakan pula dalam berbagai strategi investasi untuk menjaga dana para investor dari kemerosotan yang mungkin terjadi di pasar, sembari memaksimalkan keuntungan dari *upswing* pasar, dan ada banyak aspek lain yang juga diatur dalam UU yang terdiri dari 1506 tersebut.<sup>354</sup>

---

<sup>354</sup><https://iesr.or.id/en/dodd-frank-act-dan-berakhirnya-era-ketertutupan-di-industri-migas-dan-tambang>, diakses tanggal 1 September 2020.

Di Amerika ATS yang terdaftar sebagai bursa wajib mengikuti ketentuan-ketentuan yang tertuang dalam *Section 6 Securities Exchange Act of 1934*, berdasarkan *Section 6(b) Securities Exchange Act of 1934* sebagai bursa wajib membuat peraturan-peraturan, SEC memiliki kewenangan hukum untuk meninjau dan menyetujui atau menolak pengajuan peraturan atau perubahan aturan yang diusulkan berdasarkan konsistensi yang sesuai dengan persyaratan *Securities Exchange Act of 1934*.<sup>355</sup> Berdasarkan *Rule 301(b)(2) Regulation ATS*, ATS wajib mengajukan laporan operasi awal setidaknya 20 hari ATS memulai operasi. Jika terjadi perubahan material dalam pengoperasian ATS harus dilaporkan kepada SEC setidaknya 20 hari sebelum adanya perubahan material tersebut. Apabila ATS berhenti beroperasi harus segera mengajukan laporan penghentian operasi.<sup>356</sup>

Berkaitan dengan pemeriksaan, inspeksi dan investigasi ATS wajib mengizinkan pemeriksaan dan inspeksi tempat, sistem dan catatannya dengan bekerja sama secara kooperatif atas pemeriksaan, inspeksi atau investigasi terhadap penggunaannya, baik pemeriksaan tersebut dilakukan oleh SEC (*the Commission*) atau SRO.<sup>357</sup> Berdasarkan *Rule 301(b)(9)(i) Regulation ATS*, ATS wajib melaporkan transaksi efek pada sistemnya dalam waktu 30 hari setelah kalender kuartal berakhir yang sesuai dengan formulir ATS-R (*Form ATS-R*), selain formulir ATS-R harus diajukan oleh ATS sesuai dengan Regulasian ATS

---

<sup>355</sup><https://www.sec.gov/oig/reportspubs/aboutoigaudit272finhtm.html>, diakses tanggal 29 agustus 2020.

<sup>356</sup>*Rule 242.301(b)(2) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<sup>357</sup>*Rule 242.301(b)(7) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 29 Agustus 2020.

dalam waktu 30 hari setelah kalender kuartal berakhir, pelaporan tersebut dapat dilakukan atas permintaan (*by request*) dari SEC.<sup>358</sup> Dalam *Rule 301(b)(8) Regulation ATS*, ATS wajib membuat pencatatan terkini yang ditentukan dalam *Rules 302 Regulation ATS* dan mempertahankan catatan tersebut yang ditentukan dalam *Rule 303 Regulation ATS*.

Berdasarkan *Rule 302 Regulation ATS* dalam melakukan kegiatannya ATS wajib menyimpan data rekapitulasi kegiatan perdagangan harian pada ATS yang disebut dengan “*daily summaries*”. *Daily summaries* tersebut mencakup seluruh efek yang transaksinya telah dilakukan, pada volume transaksi efek yang bersifat ekuitas ATS wajib mencatatkan jumlah perdagangan (*number of trades*), jumlah saham yang diperdagangkan (*number of share traded*) dan nilai total penyelesaian transaksi efek berdasarkan *US Dollar (Total settlement value in terms of U.S. dollars)*. Sedangkan pada volume transaksi efek obligasi wajib mencatat jumlah perdagangan dan nilai totalnya berdasarkan *US Dollar*.<sup>359</sup> Adapun berdasarkan *Rule 302(c) Regulation ATS* catatan informasi *order* yang diurutkan berdasarkan waktu (*time-sequenced records of order information*) dalam sistem perdagangan ATS meliputi:

1. Tanggal dan waktu (jam, menit dan detik) ketika order tersebut diterima.
2. Identitas dari instrumen efek (*identity of the security*).
3. Jumlah dari saham yang diperdagangkan (*the number of shares*) atau jumlah nilai nominal obligasi yang tercantum pada sertifikat obligasi (*principal amount of bonds*).

---

<sup>358</sup>*Form ATS-R*, terdapat dalam <https://www.sec.gov/files/formats-r.pdf>, diakses tanggal 30 agustus 2020.

<sup>359</sup>*Rule 242.302(a)* dan *(b) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 29 Agustus 2020.

4. Identifikasi order yang terkait dengan program trade atau *index arbitrage trade* berdasarkan *NYSE Rule 80A*. *NYSE Rule 80A* merupakan peraturan dalam NYSE yang membatasi perdagangan saham *S&P 500 Index* ketika indeks *Dow Jones Industrial Average* sudah naik atau turun lebih dari 2% dari hari perdagangan sebelumnya. Hal ini dilakukan untuk mencegah perubahan harga indeks yang mungkin terjadi akibat perdagangan spekulatif. Aturan 80A ada untuk mencoba menjaga stabilitas harga saham, secara informal disebut aturan naik/turun atau *collar rule*.<sup>360</sup>
5. Penentuan jenis order berdasarkan *buy order* atau *sell order*.
6. Penentuan jenis order berdasarkan *short sale order*.
7. Penentuan jenis order berdasarkan *market order*, *limit order*, *stop order*, *stop limit order* atau jenis instruksi order lain.
8. Setiap *limit* atau *stop price* yang ditentukan oleh order
9. Tanggal berakhirnya order dan, jika waktu yang berlaku kurang dari satu hari maka wajib dicatat waktu kedaluwarsa order
10. Batas waktu selama (*limit time*) order yang berlaku tersebut.
11. Setiap instruksi untuk mengubah atau membatalkan (*modify or cancel*) order.
12. Jenis akun dari pengguna ATS order tersebut dikirimkan yaitu, ritel (*retail*), grosir (*wholesale*), kepemilikan (*proprietary*) atau jenis akun lainnya yang ditentukan oleh ATS.
13. Tanggal dan waktu (dinyatakan dalam jam, menit, dan detik) bahwa dimana order tersebut dieksekusi.
14. Harga di mana order dieksekusi.
15. Ukuran order yang dieksekusi (dinyatakan dalam jumlah saham atau unit atau jumlah pokok).
16. Identitas para pihak yang bertransaksi.

Berdasarkan *Rule 303 Regulation ATS*, ATS harus menyimpan seluruh catatan yang dibuat berdasarkan *Rule 302* di atas. Semua pemberitahuan catatan yang diberikan oleh ATS kepada penggunanya secara umum baik tertulis atau dikomunikasikan melalui sarana otomatis, pemberitahuan tersebut berupa pemberitahuan yang membahas jam operasi sistem, kerusakan sistem, perubahan pada prosedur sistem, pemeliharaan perangkat keras dan perangkat lunak, instruksi yang berkaitan dengan akses dan penolakan terhadap ATS, atau

---

<sup>360</sup><https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Rule+80A>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

pembatasan akses terhadap ATS.<sup>361</sup> ATS harus memberikan catatan tersebut kepada SEC dengan segera apabila ada permintaan dari SEC, dengan catatan yang terbaca (*legible*), benar dan salinan lengkap dari catatan-catatan yang perlu disimpan tersebut.<sup>362</sup> Pencatatan yang diperlukan untuk dipelihara dan disimpan tersebut dapat dilakukan atau disimpan oleh biro jasa (biro administrasi efek), lembaga *depository*/penyimpanan atau layanan pencatatan lainnya dengan atas nama ATS. Perjanjian dengan biro jasa, lembaga penyimpanan atau layanan pencatatan lainnya tidak membaskan tanggung jawab ATS untuk menyiapkan dan catatan tersebut. Biro jasa, lembaga penyimpanan atau layanan pencatatan lainnya harus mengajukan perjanjian tertulis kepada SEC dalam bentuk yang dapat diterima oleh SEC, dengan ditandatangani oleh orang yang berwenang yang menyatakan bahwa catatan tersebut adalah milik dari ATS untuk disimpan atas permintaan dari ATS. Setiap pembukuan dan catatan yang dipelihara atau disimpan atas nama ATS tersebut wajib mengizinkan pemeriksaan pembukuan dan catatan tersebut kapan saja, atau dari waktu ke waktu dan selama jam kerja oleh SEC, SRO atau Negara Bagian yang memiliki kewenangan yuridiksi atas ATS dengan memberikan salinan cetak yang benar (*correct and true*), lengkap (*complete*) dan terkini (*current*) dari setiap, semua atau sebagian dari pembukuan dan catatan tersebut<sup>363</sup>

---

<sup>361</sup>*Rule 242.303(a)(i) dan (ii) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 30 Agustus 2020.

<sup>362</sup>*Rule 303(e) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 30 Agustus 2020

<sup>363</sup>*Rule 303(d) Regulation ATS*, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 30 Agustus 2020.

Sebagai entitas SCI, ATS wajib melakukan pemberitahuan kepada SEC atas masalah pada sistem SCI dan pencatatan masalah tersebut. ATS sebagai entitas SCI memiliki kewajiban melaporkan terjadi atau masalah pada sistem SCI. Setiap operator SCI yang bertanggungjawab yang memiliki dasar yang masuk akal untuk mengatakan bahwa telah terjadi masalah pada sistem SCI harus segera memberitahu kepada SEC dalam waktu 24 jam dengan mengajukan pemberitahuan tertulis yang mencakup.<sup>364</sup>

- 1) Deskripsi kejadian atau masalah pada sistem SCI, termasuk sistem yang terpengaruh, dan;
- 2) Penilaian terkini entitas SCI tentang jenis dan jumlah peserta pasar yang berpotensi terpengaruh oleh masalah pada sistem SCI dan potensi dampak dari kejadian tersebut terhadap pasar, serta deskripsi langkah-langkah yang telah diambil atau direncanakan oleh entitas SCI, waktu masalah pada sistem SCI tersebut diselesaikan atau jangka waktu masalah pada sistem SCI diharapkan dapat diselesaikan, dan informasi terkait lainnya yang diketahui oleh entitas SCI terkait masalah pada sistem SCI.

SEC menganggap semua ATS di Amerika saat ini adalah *dark pools* karena pada setiap ATS memiliki sistem perdagangan yang memungkinkan penggunanya melakukan order tanpa menampilkan ukuran dan harga pesanan secara publik kepada peserta lain dalam ATS.<sup>365</sup> Dengan adanya perangkat aturan yang mengawasi terhadap praktik *dark pools* pasar modal Amerika tersebut, dan berdasarkan pengawasan dan Investigasi oleh SEC, SEC tercatat

---

<sup>364</sup>Rule 242.1002(b) Regulation SCI, terdapat dalam [www.westlaw.com](http://www.westlaw.com), diakses tanggal 4 September 2020.

<sup>365</sup><https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/alternative-trading-systems-atss>, diakses tanggal 2 September 2020.

sudah 9 kali melakukan sanksi terhadap ATS yang memiliki fasilitas *dark pools* yaitu:<sup>366</sup>

**Tabel III.B.1 Sanksi Terhadap Praktik *Dark Pools* di Amerika**

<b>Tanggal</b>	<b>Sanksi Terhadap:</b>
24 Oktober 2011	<i>Pipeline Trading Systems LLC</i>
3 Oktober 2012	<i>eBX LLC</i>
8 Desember 2015	<i>ITG Inc dan Altnet Securities Inc</i>
31 Januari 2016	<i>Barclays Capital Inc</i>
31 Januari 2016	<i>Credit Suisse Securities (USA) LLC</i>
14 September 2018	<i>Citigroup Global Markets dan Citi Order Routing and Execution LLC</i>
7 November 2019	<i>ITG Inc dan Altnet Securities Inc</i>
30 September 2019	<i>Virtu Americas LLC</i>

Pada tanggal 24 Oktober 2011 SEC menuduh (*charged*) *Pipeline Trading Systems LLC* dan dua eksekutif puncaknya gagal mengungkapkan keterbukaan informasi kepada penggunanya terkait *platform* perdagangan "*dark pools*" milik *Pipeline*. *Pipeline*, tanpa mengakui atau menyangkal temuan SEC, setuju untuk membayar denda 1 Juta *US Dollar* untuk menyelesaikan masalah tersebut. Pendiri dan kepala eksekutif *Pipeline*, Fred J. Federspiel, dan ketua serta mantan CEO Alfred R. Berkeley III, mantan presiden dan wakil ketua

---

<sup>366</sup>Email dari Judith Burns, *SEC Office of Public Affairs*, kepada Andhika Pramana Putra Judawinata, Mahasiswa, Fakultas Hukum, Universitas Islam Indonesia, 7 Mei 2020, 03:27. (*on file with author*)

Nasdaq, masing-masing setuju untuk membayar 100.000 *US Dollar* untuk menyelesaikan masalah tersebut, Federspiel dan Berkeley tidak mengakui atau menyangkal temuan SEC tersebut. Menurut SEC, *Pipeline* menggambarkan *platform* perdagangannya sebagai "*crossing network*" yang mencocokkan pesanan pelanggan dengan pesanan dari pelanggan lain dengan memberikan likuiditas sebenarnya (*natural liquidity*), namun SEC menganggap klaim tersebut salah dan menyesatkan karena perusahaan induk *Pipeline* memiliki entitas perdagangan yang memenuhi sebagian besar order pelanggan pada sistem *Pipeline*. SEC menemukan bahwa afiliasi dari *Pipeline* yaitu *Milstream Strategy Group LLC* berusaha untuk memprediksi niat perdagangan (*trading intentions*) pelanggan *Pipeline* dan berdagang di tempat lain dengan arah yang sama dengan pelanggan *Pipeline* sebelum mengisi *order* mereka di *platform Pipeline*. Secara umum SEC menemukan bahwa *Pipeline* tidak memberikan likuiditas yang sebenarnya seperti yang diiklankan. SEC juga menemukan *Pipeline* memberi *Milstream* keuntungan tertentu dibandingkan pengguna lain, termasuk akses khusus ke informasi tertentu tentang operasi *dark pool* dan koneksi data yang membuat *Milstream* lebih mudah untuk melacak *history* dan aktivitas *dark pools*. Menurut SEC *Pipeline Trading Systems LLC*, Fred J. Federspiel, dan Alfred R. Berkeley melanggar peraturan:<sup>367</sup>

1. *Section 17 (a) (2) Securities Act of 1933*, yang melarang penggunaan pernyataan palsu atau menyesatkan dalam penjualan efek.

---

<sup>367</sup><https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-220.htm>, diakses tanggal 2 September 2020.

2. *Rule 301 (b) (2) Regulation ATS* di bawah Securities Exchange Act of 1934 yang mewajibkan operator ATS untuk mengungkapkan informasi tertentu dalam pengajuan yang diperlukan dengan SEC.
3. *Rule 301 (b) (10) Regulation ATS*, yang mengharuskan operator ATS untuk menerapkan pengamanan dan prosedur untuk melindungi informasi perdagangan rahasia pengguna ATS.

Pada tanggal 3 Oktober 2012 SEC memberik sanksi kepada operator *dark pool* yang berbasis di Boston yaitu *eBX LLC* karena tidak melindungi informasi perdagangan rahasia penggunanya dan tidak mengungkapkan kepada semua penggunanya bahwa mereka mengizinkan perusahaan luar untuk menggunakan informasi perdagangan rahasia mereka. *eBX LLC* mengoperasikan ATS yang merupakan *dark pools* bernama *Level ATS*, *eBX* memberi tahu para penggunanya bahwa *order flow* mereka untuk membeli atau menjual efek akan dirahasiakan dan tidak dibagikan di luar *Level*, namun *eBX LLC* malah mengizinkan perusahaan teknologi luar untuk menggunakan informasi order pengguna *Level*. Adapun oleh karena tindakanya *eBX LLC* dikenakan oleh SEC sebesar 800 ribu US Dollar.<sup>368</sup>

Pada tanggal 15 Januari 2015 mendakwa anak perusahaan *UBS Securities LLC* dengan kegagalan pengungkapan keterbukaan informasi (*disclosure failures*) dan pelanggaran hukum pasar modal lainnya lainnya yang terkait dengan operasi dan pemasaran *dark pool*-nya. *UBS Securities LLC* setuju

---

<sup>368</sup><https://www.sec.gov/news/press-release/2012-2012-204htm>, diakses tanggal 2 September 2020.

untuk membayar denda yang dikenakan oleh SEC yaitu denda 14,4 juta *US Dollar*, termasuk denda 12 juta *US Dollar*. Berdasarkan pemeriksaan dan investigasi yang dilakukan oleh SEC ditemukan bahwa UBS tidak memberikan informasi dengan benar kepada semua pelanggan tentang adanya jenis order yang hampir secara eksklusif diberikan kepada *market makers* dan perusahaan yang melakukan *high frequency trading* yaitu jenis order bernama *PrimaryPegPlus* (PPP), jenis order tersebut memungkinkan pengguna tertentu untuk membeli dan menjual efek dengan menempatkan order (*placing order*) dengan harga kelipatan kurang dari satu sen dimana *berdasarkan Regulation NMS UBS* dilarang melakukan hal tersebut. Dengan demikian *users* yang menggunakan jenis order PPP untuk menempatkan order dengan harga rendah (*sub-penny priced*) tersebut meloncati order lain yang ditempatkan dengan wajar. Lebih lanjut berdasarkan investigasi SEC, UBS tidak memberi tahu kepada semua penggunanya adanya fitur dalam sistemnya tersebut bernama "*natural-only crossing restriction*" " yang dikembangkan untuk memastikan bahwa order tertentu tidak akan dieksekusi terhadap order yang ditempatkan oleh *market makers* dan perusahaan yang melakukan *high frequency trading*. UBS tidak mengungkapkan keberadaan fitur ini kepada semua pelanggan hingga sekitar 30 bulan setelah diluncurkan. Menurut Andrew J. Ceresney, direktur penegakan SEC, *dark pools* pada UBS gagal menerapkan fairness bagi untuk semua penggunanya. Selain kegagalan pengungkapan UBS yang melanggar *Section 17 (a) (2)* dari *Securities Act of 1933* dan menerima

*sub-penny-priced orders* yang melanggar *Regulation NMS*, SEC menguraikan beberapa pelanggaran lain yang dilakukan oleh UBS dalam proses registrasi:<sup>369</sup>

1. Formulir ATS dan perubahannya yang diajukan oleh UBS adalah inkonsisten dan tidak lengkap yaitu terkait penerimaan *sub-penny priced order* dan fitur *natural-only crossing restriction* pada *dark pools* milik UBS. UBS juga melakukan pelanggaran dengan tidak melampirkan dokumen tertentu yang diperlukan.
2. UBS melanggar persyaratan di bawah *Regulation ATS* dengan secara tidak wajar melarang penggunaannya untuk menggunakan fitur *natural-only crossing restriction* dan tidak menetapkan standar tertulis untuk memberikan akses penggunaannya.
3. UBS tidak menyimpan *data order* tertentu dalam sistem *dark pool*-nya setidaknya sejak Agustus 2008 hingga Maret 2009 dan Agustus 2010 hingga November 2010.
4. UBS melanggar persyaratan kerahasiaan di bawah *Regulation ATS* dengan memberikan akses penuh terhadap informasi perdagangan rahasia penggunaannya kepada 103 karyawan yang seharusnya tidak memilikinya (terutama karyawan dalam bidang teknologi informasi).

Pada tanggal 12 Agustus 2015 SEC mengumumkan bahwa *ITG Inc* dan afiliasinya *AlterNet Securities Inc* telah setuju untuk membayar 20,3 juta *US Dollar* untuk denda karena mengoperasikan *trading desk* rahasia dan

---

<sup>369</sup><https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-7.html>, diakses tanggal 2 September 2020.

menyalahgunakan informasi perdagangan rahasia para pengguna *dark pool* dari ITG. Investigasi SEC menemukan bahwa meskipun memberi tahu publik bahwa ITG adalah “*agency-only*” broker yang tidak melakukan transaksi efek. ITG mengoperasikan *Trading Desk* eksklusif yang dirahasiakan yang dikenal sebagai “*Project Omega*” selama lebih dari setahun, namun selama periode delapan bulan *Project Omega* mengakses informasi order dan eksekusi perdagangan dalam sistemnya dan menggunakannya untuk mengimplementasikan pada strategi *high-frequency algorithmic trading* yang diterapkan pada lawan transaksi yang merupakan pengguna, termasuk pada *trading desk* ITG lainnya bernama POSIT. Menurut ketua divisi penegakan SEC Andrew J. Ceresney ITG menciptakan *trading desk* rahasia dan menyalahgunakan order pengguna serta informasi perdagangan penggunanya untuk keuntungannya sendiri. Menurut SEC ITG melanggar *Section 17 (a) (2)* dan (3) *Securities Act of 1933* sehubungan dengan *Project Omega* yang terlibat dalam kegiatan bisnis yang beroperasi sebagai penipuan, dan dengan tidak membuat pengungkapan tentang *Project Omega* dan aktivitas perdagangan miliknya. ITG juga melanggar *Rule 301 (b) (2)* dan *301 (b) (10) Regulation ATS* karena tidak mengubah pengajuan Formulir ATS terkait aktivitas perdagangan *Project Omega* di POSIT, dan tidak menetapkan perlindungan yang memadai, serta gagal menerapkan prosedur pengawasan yang memadai untuk melindungi informasi perdagangan rahasia pengguna POSIT.<sup>370</sup>

---

<sup>370</sup><https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-164.html>, diakses tanggal 2 September 2020.

Pada tanggal 31 Januari 2016 mengumumkan bahwa *Barclays Capital Inc* dan *Credit Suisse Securities (USA) LLC*, dalam 2 (dua) kasus terpisah, telah setuju untuk menyelesaikan kasus atas pelanggaran hukum pasar modal federal saat mengoperasikan sistem ATS. Kejaksaan Agung New York atau *New York Attorney General (NYAG)* juga secara paralel mengumumkan kasus yang atas kedua firma tersebut. Barclays setuju untuk menyelesaikan dakwaan dengan mengakui kesalahan dan membayar denda 35 juta *US Dollar* masing-masing kepada SEC dan NYAG sehingga dengan total 70 juta *US Dollar*. *Credit Suisse* juga setuju untuk menyelesaikan dakwaan dengan membayar denda 54 juta *US Dollar* kepada SEC dan 30 juta *US Dollar* kepada NYAG sehingga total dendanya adalah 84,3 juta *US Dollar*. Berdasarkan pemeriksaan dan investigasi yang dilakukan SEC terhadap Barclays ditemukan bahwa:<sup>371</sup>

1. Barclays mengatakan bahwa fitur yang disebut *Liquidity Profiling* dalam sistem perdaganya akan secara akan secara terus-menerus mengawasi *order flow* dalam sistemnya yang bernama *LX dark pool* dan akan menjalankan laporan pengawasan mingguan terhadap *toxic order flow* yang terdapat dalam sistemnya.
2. Faktanya, Barclays tidak terus-menerus mengawasi praktik *predatory trading* atau *toxic order flow* pada LX dan dan juga tidak menjalankan laporan pengawasan mingguan
3. Barclays tidak mengungkapkan secara memadai mengesampikan *Liquidity Profiling* dengan memindahkan beberapa penggunaanya

---

<sup>371</sup><https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-16.html>, diakses tanggal 2 September 2020.

yang memiliki kategori agresif (*most aggressive*) ke kategori tidak agresif (*least aggressive*). Sehingga pengguna yang memilih untuk memblokir perdagangan terhadap pengguna yang agresif tetap berinteraksi dengan mereka.

4. Barclays melakukan misrepresentasi jenis dan jumlah data pasar yang digunakannya untuk menghitung *national best bid and offer* (NBBO).

Barclays gagal melakukan upayanya untuk mengawasi *dark pool*-nya, mengabaikan alat pengawasannya, dan menyesatkan penggunanya terkait dengan data pasar. Menurut SEC Barclays melanggar *Section 17 (a) (2) Securities Act of 1933, Securities Exchange Act Section 15(c)(3), Rules 15c3-5 (c) (1) (i) dan 15c3-5 (b) Market Access Rule* pada *Regulation NMS*, dan *Rule 301 (b) (2) dan (10) Regulation ATS* karena Barclays gagal melakukan upayanya untuk mengawasi *dark pool*-nya, mengabaikan alat pengawasannya, dan menyesatkan penggunanya terkait dengan data pasar Adapun berdasarkan pemeriksaan dan investigasi SEC terhadap *Credit Suisse* ditemukan bahwa:<sup>372</sup>

1. *Credit Suisse* melakukan misrepresentasi bahwa dalam sistem *dark pool*-nya bernama *Crossfinder* menggunakan fitur yang disebut *Alpha Scoring* untuk mengkarakterisasi *order flow* penggunanya setiap bulan secara objektif dan transparan. Faktanya, *Alpha Scoring* secara signifikan memasukan elemen

---

<sup>372</sup>*Ibid.*

subjektif, tidak transparan, dan tidak mengkategorikan semua pengguna secara bulanan.

2. *Credit Suisse* melakukan misrepresentasi bahwa mereka akan menggunakan *Alpha Scoring* untuk mengidentifikasi “*opportunistic Traders*” dan mengeluarkan mereka dari sistem jaring elektronik perdagangannya yang bernama *Light Pool*. Faktanya, penilaian menggunakan sistem *Alpha Scoring* tidak digunakan selama tahun pertama *Light Pool* beroperasi. Selain itu pengguna yang memiliki kategori “*opportunistic traders*” berdasarkan *Alpha Scoring* tetap melakukan perdagangan dengan menggunakan akun lain dan pengguna tersebut secara langsung diberi kesempatan untuk melanjutkan perdagangan.
3. *Credit Suisse* menerima, memberi peringkat, dan mengeksekusi lebih dari 117 juta order sub-penny ilegal pada *Crossfinder*.
4. *Credit Suisse* tidak memperlakukan informasi order penggunanya secara rahasia dan tidak mengungkapkan kepada semua pengguna *Crossfinder* bahwa order penggunanya tersebut dikirim dari *Crossfinder* ke sistem *Credit Suisse* lainnya.
5. Tidak terdapat informasi yang diberikan kepada penggunanya terkait proses pemindahan *order* tersebut.

Menurut SEC, *Credit Suisse* melakukan pelanggaran terhadap *Section 17(a)(2) Securities Act of 1933, Rules 301(b)(2), (5) dan (10) Regulation ATS, Rules 602(b) dan 612 Regulation NMS* atas tindakannya.<sup>373</sup>

Pada tanggal 14 September 2018 SEC mengumumkan memberikan sanksi denda kepada *Citigroup Global Markets Inc* karena menyesatkan pengguna dark pool yang dioperasikan oleh salah satu afiliasinya. SEC menemukan bahwa *Citigroup* menyesatkan pengguna dengan memberikan jaminan bahwa pedagang frekuensi tinggi (*high frequency trading*) tidak diizinkan untuk berdagang di *Citi Match* sebuah dark pool berharga premium yang dioperasikan oleh anak perusahaan/afiliasi *Citigroup* yaitu *Citi Order Routing and Execution (CORE)*, namun terdapat 2 (dua) pengguna dari *Citi Match* yang paling aktif melakukan praktik *high frequency trading* dengan mengeksekusi order lebih dari 9 miliar *US Dollar* melalui *Citi Match*. SEC juga menemukan bahwa *CORE* tidak didaftarkan sebagai bursa efek nasional (*national securities market*) sehubungan dengan pengoperasian *Citi Match*-nya. Menurut SEC, *Citigroup* melanggar ketentuan pengawasan anti penipuan (*antifraud provision*) pada undang-undang pasar modal Amerika dan *CORE* melanggar ketentuan pendaftaran. Tanpa mengakui atau menyangkal temuan SEC, *Citigroup* dan *CORE* telah setuju untuk: *Citigroup* akan enda sebesar 6,5 juta *US Dollar* dan *CORE* membayar denda sebesar 1 juta *US Dollar*.<sup>374</sup>

---

<sup>373</sup> *Ibid.*

<sup>374</sup> <https://www.sec.gov/news/press-release/2018-193>, diakses tanggal 2 September 2020.

Pada tanggal 7 November 2018 untuk kedua kalinya SEC mengumumkan bahwa ITG dan *Altnet Securities Inc* dikenakan sanksi denda. ITG dan afiliasinya *Altnet Securities Inc* setuju untuk membayar denda 12 juta *US Dollar* atas *misstatements* dan kelalaian (*ommission*) yang dilakukan oleh ITG pada pengoperasian *dark pool* ITG yaitu POSIT, serta kegagalan ITG untuk menetapkan pengamanan dan prosedur untuk melindungi informasi perdagangan rahasia pengguna POSIT. Berdasarkan investigasi yang dilakukan oleh SEC ditemukan bahwa meskipun meyakinkan penggunanya bahwa akan menjaga kerahasiaan informasi perdagangan mereka, ITG secara tidak benar membocorkan informasi rahasia perdagangan milik klien pada *dark pools*-nya. Misalnya, dari 2010 hingga 2015, ITG mengirimkan 100 laporan harian teratas untuk aktivitas perdagangan hari sebelumnya. Laporan tersebut mengidentifikasi 100 saham teratas yang beberapa order tertentu dikirimkan ke POSIT dan beberapa order tertentu dari saham teratas yang dieksekusi. ITG memberikan informasi tersebut ke beberapa firma perdagangan frekuensi tinggi bahwa mereka dapat mengidentifikasi kebutuhan likuiditas yang tidak terpenuhi yang potensial pada POSIT. ITG juga secara menyesatkan menghilangkan fitur struktural penting dari ATS. Dari 2010 hingga pertengahan 2014, ITG membagi (*split*) *dark pool* menjadi dua *pool* terpisah yang mencegah order tertentu di dua *pool* untuk dapat dipenuhi satu sama lain. ITG tidak memberikan informasi tentang adanya dua *pool* terpisah tersebut dimana terdapat perbedaan *perfoma* dan *fill rate* diantara dua *pool* tersebut. Sanki ini

merupakan tambahan dari sanksi yang dilakukan pada tahun 2015 terhadap ITG dan *AlterNet*.<sup>375</sup>

Pada tanggal 30 September 2019 SEC mengumumkan *Virtus America LLC (KCG Americas LLC)* dikenakan denda sebesar 1,5 juta *US Dollar* karena melakukan pelanggaran terhadap *Regulation SCI*. SEC mengadopsi *Regulation SCI* untuk memperkuat infrastruktur teknologi dan integritas pasar modal Amerika. Berdasarkan investigasi SEC ditemukan bahwa *KCG Americas* mengoperasikan ATS yang merupakan *dark pool*. Dimana ATS yang melebihi ambang volume (*volume thresholds*) perdagangan tertentu diperlukan untuk mematuhi *Regulation SCI*. SEC menemukan bahwa *KCG Americas* menerapkan sistem otomatis yang dimaksudkan untuk menjaga agar volume perdagangan *dark pool* di bawah *volume thresholds* dengan menghentikan perdagangan pada efek tertentu sebelum *volume thresholds* dipenuhi.<sup>376</sup>

**Tabel III.B.2 Perbandingan Pengawasan Terhadap Praktik *Dark Pools* Sebagai Bentuk Transaksi Efek Di Luar Bursa Pada Penyelenggara Perdagangan Di Luar Bursa Oleh Otoritas Jasa Keuangan dan *US Securities and Exchange Commision*.**

	Indonesia	Amerika
Lembaga Pengawas Pasar Modal	Otoritas Jasa Keunagan (OJK)	<i>U.S. Securities and Exchange Commision (SEC)</i>

<sup>375</sup><https://www.sec.gov/news/press-release/2018-256>, diakses tanggal 3 September 2020.

<sup>376</sup><https://www.sec.gov/enforce/34-87155-s>, diakses tanggal 3 September 2020.

Kewenangan	1. Membuat Peraturan. 2. Investigasi dan Penegakan. 3. Memberikan Sanksi	1. Membuat Peraturan 2. Investigasi dan Penegakan 3. Memberikan Sanksi.
Pengawasan Terhadap Transaksi Efek di Luar Bursa Pada Penyelenggara Perdagangan di Luar Bursa.	1. Penyelenggara Pasar Alternatif wajib melakukan pelaporan transaksi efek (Pasal 31 ayat (1) POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif jo. Pasal 6 POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.	1. Berdasarkan <i>Rule 301(b)(9)(i) Regulation ATS</i> , ATS wajib melaporkan transaksi efek pada sistemnya dalam waktu 30 hari setelah kalender kuartal berakhir yang sesuai dengan formulir ATS-R ( <i>Form ATS-R</i> ) 2. Berdasarkan <i>Rule 302 Regulation ATS</i> dalam melakukan kegiatannya ATS wajib menyimpan data rekapitulasi kegiatan perdagangan harian pada ATS ( <i>daily summaries</i> )
Pengawasan Terhadap Pemberian dan Penolakan Akses	1. Berdasarkan Pasal 31 ayat (1) huruf e POJK Nomor 8/POJK.042019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif, PPA wajib melaporkan persetujuan dan/atau penolakan atas Pihak yang mengajukan sebagai pengguna jasa dan/atau perubahan pengguna jasa, wajib disampaikan paling lambat hari perdagangan berikutnya.	1. Berdasarkan <i>Rule 301 b(5)(iii) Regulation ATS</i> , ATS wajib membuat dan menyimpan catatan tentang pemberian akses masuk untuk semua penggunaanya dengan memberikan alasan akses tersebut dan semua catatan penolakan atau pembatasan akses disertai alasan melakukan penolakan dan pembatasan akses pada pemohon. Berdasarkan <i>Rule 303 (e) Regulation ATS</i> , ATS memiliki kewajiban salah satunya catatan persetujuan dan/atau penolakan akses terhadap ATS apabila ada permintaan dari SEC.
Pengawasan Terhadap Sistem Perdagangan	1. Berdasarkan Pasal 31 ayat (1) huruf h POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif, PPA wajib melaporkan peristiwa khusus yang wajib disampaikan	1. Berdasarkan <i>Rule 1002(b) Regulation SCI</i> , Sebagai entitas SCI, ATS wajib melakukan pemberitahuan kepada SEC atas masalah pada sistem SCI dan pencatatan masalah tersebut.

	<p>paling lambat pada akhir hari perdagangan yang sama. Peristiwa khusus yang wajib dilaporkan antara lain gangguan sistem perdagangan, pengawasan perdagangan dan sebagainya.</p>	<p>ATS sebagai entitas SCI memiliki kewajiban melaporkan terjadi atau masalah pada sistem SCI. Setiap operator SCI yang bertanggungjawab yang memiliki dasar yang masuk akal untuk mengatakan bahwa telah terjadi masalah pada sistem SCI harus segera memberitahu kepada SEC dalam waktu 24 jam</p>
--	--	--

## BAB IV

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### A. Kesimpulan

Berdasarkan pembahasan dan analisis pada bab-bab terdahulu maka dapat diperoleh kesimpulan antara lain:

1. Pengaturan praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia dan Amerika terdapat beberapa persamaan dan perbedaan, adapun persamaan tersebut
  - a. Baik Indonesia dan Amerika sudah menerapkan peraturan transparansi pra perdagangan dan pasca perdagangan. Di Indonesia kewajiban untuk menampilkan data *pre trade* dan *post trade* pada penyelenggara perdagangan di luar bursa diatur dalam Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 14 POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif yang mewajibkan PPA untuk memiliki sistem yang menampilkan yang berintegritas baik data sebelum atau sesudah Transaksi Efek (*pre-trade and post-trade information*), dimana Penampilan data sebelum Transaksi Efek dilakukan secara terus-menerus pada jam perdagangan. Penampilan data setelah Transaksi Efek dilakukan mendekati waktu sebenarnya (*real-time*) atas Transaksi Efek yang telah terjadi di sistem PPA, Pasal 23 ayat (1) huruf a angka 16 POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif mewajibkan PPA memiliki situs *web* PPA yang mempublikasikan sesegera mungkin data Transaksi Efek yang paling

sedikit mencakup nama dan seri efek, harga transaksi, imbal hasil, volume transaksi, nilai transaksi dan tanggal penyelesaian transaksi. Di Amerika berdasarkan *Rule 603(a) Regulation NMS* setiap tempat perdagangan eksklusif (ATS) dan *broker-dealer* atau tempat perdagangan manapun yang informasinya eksklusif, harus mendistribusikan informasi sehubungan dengan *quotation* atau transaksi efek kepada *securities information processor*.

- b. Pengaturan penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia dan Amerika sudah mendorong adanya *fairness* terhadap akses untuk menjadi anggota dari penyelenggara perdagangan di luar bursa. Di Indonesia Pasal 23 ayat (1) huruf b POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif mewajibkan PPA menyediakan layanan secara adil, efektif, dan efisien kepada baik calon pengguna jasa PPA maupun pengguna jasa PPA tanpa diskriminasi. Layanan PPA kepada pengguna jasanya tersebut meliputi layanan untuk menunjang perdagangan Efek, layanan untuk menangani keluhan, dan edukasi serta sosialisasi kepada pengguna jasa. Layanan kepada calon pengguna Jasa PPA meliputi Proses untuk menjadi pengguna jasa PPA dan layanan informasi dasar mengenai jasa dan infrastruktur yang disediakan oleh PPA. Di Amerika berdasarkan *Rule 301(b)(iii) Regulation ATS*. Dalam melaksanakan kegiatannya ATS harus menetapkan standar tertulis untuk memberikan akses perdagangan pada sistemnya. ATS tidak boleh secara tidak wajar melarang atau

membatasi siapa pun sehubungan dengan akses terhadap layanan yang ditawarkan oleh ATS dengan menerapkan standar berupa peraturan tertulis dengan cara yang tidak adil dan diskriminatif.

Adapun yang membedakan pengaturan penyelenggara perdagangan di luar bursa pada PPA di Indonesia dan ATS di Amerika adalah:

- a. Kewenangan instrumen efek yang diperdagangkan pada PPA di Indonesia hanya terbatas pada Efek bersifat utang dan Sukuk dan obligasi negara, sedangkan di Amerika ATS kewenangan instrumen efek yang diperdagangkan yaitu saham dan obligasi.
- b. Pengaturan fragmentasi pasar antara bursa efek dan penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia berdasarkan Pasal 14 POJK Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek bursa efek dapat melarang anggotanya untuk melaksanakan Transaksi Efek di luar bursa efek atas efek yang tercatat di bursa efek. Sementara itu, tidak terdapat peraturan BEI yang melarang anggota bursa efek melakukan transaksi efek di luar bursa atas efek bersifat utang dan sukuk (EBUS) yang tercatat dalam BEI untuk diperdagangkan di luar bursa, dimana EBUS merupakan instrumen efek yang diperdagangkan dalam PPA, sehingga secara implisit anggota bursa efek dapat melakukan transaksi EBUS melalui penyelenggara pasar alternatif disebabkan adanya kekosongan hukum yang mengatur hal tersebut. Di Amerika, secara eksplisit *Rule 19c-3 Regulation Governing off-board trading by members of national securities exchanges* disebutkan bahwa tidak ada aturan, kebijakan atau

praktik yang dinyatakan oleh bursa efek yang mengkondisikan melarang, ditafsirkan melarang atau mengkondisikan pembatasan secara langsung atau tidak langsung kemampuan anggota bursa efek untuk melakukan transaksi efek apapun selain di bursa efek terhadap efek yang tercatat atau terdaftar dalam bursa tersebut.

- c. Pengaturan mekanisme transaksi efek di Indonesia PPA berdasarkan Pasal 8 POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif PPA dapat memberikan layanan untuk mempertemukan Transaksi Efek dengan mekanisme *inter-dealer*, *multi-dealer*, atau *cross-matching execution* kepada pengguna jasa yang telah memenuhi persyaratan yang ditetapkan oleh PPA. Sedangkan di Amerika mekanisme transaksi efek pada ATS tidak diatur secara khusus.
- d. Kewajiban untuk menampilkan dan menyebarluaskan *quotation*, di Indonesia kewajiban PPA sebagai penyelenggara perdagangan di luar bursa hanya sebatas menampilkan *quotation* dalam *website* dan sistemnya. Di Amerika, mengingat dengan adanya penyelenggara di luar bursa yang berpotensi adanya efek tertentu yang diperdagangkan dalam pasar yang berbeda, ATS sebagai penyelenggara perdagangan di luar bursa di Amerika selain wajib menyebarluaskan *data quotation* kepada *securities information processor* yang merupakan *intermarket quotation*, bagi ATS yang merupakan memperdagangkan saham dalam sistemnya apabila ATS menampilkan order penggunanya kepada siapapun dan selama setidaknya 4 dari 6 bulan kalender sebelumnya

dengan memiliki volume perdagangan harian rata-rata 5 persen atau lebih dari rata-rata agregat volume harian transaksi efek di Amerika. Maka ATS harus menyediakan data harga dan ukuran dari order beli tertinggi dan order jual terendah untuk saham kepada bursa efek nasional dan asosiasi sekuritas nasional (FINRA) untuk dimasukkan ke dalam *quotation* yang disediakan oleh bursa efek nasional dan asosiasi sekuritas nasional. Selain itu, berdasarkan *Rule 603 (a) Regulation NMS* setiap tempat perdagangan eksklusif (ATS) dan *broker-dealer* atau tempat perdagangan manapun yang informasinya eksklusif, harus mendistribusikan informasi sehubungan dengan *quotation* atau transaksi efek kepada *securities information processor* (SIP).

- e. Dengan adanya penyelenggara perdagangan di luar bursa sehingga terdapat kemungkinan adanya suatu efek tertentu yang diperdagangkan secara *intermarket*. Indonesia belum memiliki peraturan yang melindungi harga efek yang diperdagangkan secara *intermarket*. Di Amerika, *order protection rule* dalam *Rule 611 Regulation NMS* mengatur perlindungan efek yang diperdagangkan secara *intermarket*. *Order Protection Rule* juga menuntut adanya *National Best Bid and Offer* (NBBO) yang berlaku bagi bursa efek dan ATS, dimana *broker* yang melakukan transaksi efek dalam bursa efek harus berdasarkan *bid* tertinggi dan *offer* terendah berdasarkan NBBO. Data NBBO tersebut merupakan *intermarket quotation* yang dikelola oleh *Security Information Processors* yang merupakan *Joint-Industry Plans* yang

terdiri *CTA Plan* dan *Consolidated Quotation Plan (CQ Plan)* yang dikelola oleh *The Consolidated Tape Association (CTA)* serta *Nasdaq UTP Plan* yang dikelola oleh *National Association of Securities Dealers (NASD)*.

2. Dalam hal pengawasan terhadap praktik *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa pada penyelenggaraan perdagangan di luar bursa. Secara umum lembaga pengawas pasar modal baik di Indonesia dan Amerika dapat melakukan tindakan preventif dan represif terhadap praktik *dark pools* pada penyelenggara perdagangan di luar bursa karena penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia dan Amerika memiliki kewajiban-kewajiban pelaporan kepada lembaga pengawas pasar modal berupa:
  - a. Pengawasan terhadap transaksi efek di luar bursa pada penyelenggara perdagangan di luar bursa. Di Indonesia. Penyelenggara Pasar Alternatif wajib melakukan pelaporan transaksi efek berdasarkan ketentuan Pasal 31 ayat (1) POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif jo. Pasal 6 POJK Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek. Di Amerika, berdasarkan *Rule 301(b)(9)(i) Regulation ATS*, ATS wajib melaporkan transaksi efek pada sistemnya dalam waktu 30 hari setelah kalender kuartal berakhir yang sesuai dengan formulir *ATS-R (Form ATS-R)*, berdasarkan *Rule 302 Regulation ATS* dalam melakukan kegiatannya ATS wajib menyimpan data rekapitulasi kegiatan perdagangan harian pada ATS (*daily summaries*).

- b. Pengawasan terhadap pemberian dan penolakan akses. Di Indonesia, berdasarkan Pasal 31 ayat (1) huruf e POJK Nomor 8/POJK.042019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif, PPA wajib melaporkan persetujuan dan/atau penolakan atas Pihak yang mengajukan sebagai pengguna jasa dan/atau perubahan pengguna jasa, wajib disampaikan paling lambat hari perdagangan berikutnya. Di Amerika, berdasarkan *Rule 301 b(5)(iii) Regulation ATS*, ATS wajib membuat dan menyimpan catatan tentang pemberian akses masuk untuk semua penggunanya dengan memberikan alasan akses tersebut dan semua catatan penolakan atau pembatasan akses disertai alasan melakukan penolakan dan pembatasan akses pada pemohon. Berdasarkan *Rule 303 (e) Regulation ATS*, ATS memiliki kewajiban salah satunya catatan persetujuan dan/atau penolakan akses terhadap ATS apabila ada permintaan dari SEC.
- c. Pengawasan terhadap sistem perdagangan. Di Indonesia, berdasarkan Pasal 31 ayat (1) huruf h POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif, PPA wajib melaporkan peristiwa khusus yang wajib disampaikan paling lambat pada akhir hari perdagangan yang sama. Peristiwa khusus yang wajib dilaporkan antara lain gangguan sistem perdagangan, pengawasan perdagangan dan sebagainya. Di Amerika, berdasarkan *Rule 1002(b) Regulation SCI*, Sebagai entitas SCI, ATS wajib melakukan pemberitahuan kepada SEC atas masalah pada sistem SCI dan pencatatan masalah tersebut. ATS

sebagai entitas SCI memiliki kewajiban melaporkan kejadian atau masalah pada sistem SCI. Setiap operator SCI yang bertanggungjawab yang memiliki dasar yang masuk akal untuk mengatakan bahwa telah terjadi masalah pada sistem SCI harus segera memberitahu kepada SEC dalam waktu 24 jam.

## **B. Saran**

Saran yang dapat diberikan terhadap permasalahan diuraikan di atas yaitu sebagai berikut:

1. Bagi Pemerintah dan OJK, diharapkan untuk membuat peraturan sistem pasar modal nasional yang mengintegrasikan Bursa Efek, Transaksi di Luar Bursa dan Penyelenggara Pasar Alternatif, yang mengatur adanya perlindungan harga efek, mengatur adanya transparansi pra perdagangan dan pasca perdagangan, dan mendorong adanya *fairness* bagi seluruh investor tanpa terkecuali terhadap akses data pra perdagangan dan pasca perdagangan.
2. Bagi Pemerintah dan OJK, untuk mencegah manipulasi harga diharapkan Pemerintah dan OJK mendirikan sarana *quotation* bagi Penyelenggara Pasar Alternatif yang berlaku secara *intermarket*, mengingat dengan adanya Penyelenggara Pasar Alternatif berpotensi berkembangnya *multiple market* sehingga timbul kemungkinan adanya suatu efek tertentu yang diperdagangkan secara *intermarket* atau diperdagangkan pada lebih dari satu pasar.

3. Bagi Pemerintah dan OJK, diharapkan untuk membuat peraturan yang mengatur mekanisme pelaporan Penyelenggara Pasar Alternatif lebih luas lagi yang tidak hanya mengatur mekanisme pelaporan transaksi efek, mengingat Penyelenggara Pasar Alternatif memiliki kewajiban-kewajiban yang tertuang dalam Pasal 23 ayat (1) POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Alternatif, hal tersebut agar dapat dilakukan pengawasan yang lebih ketat terhadap Penyelenggara Pasar Alternatif sehingga OJK dapat melakukan tindakan preventif atas pelaksanaan-pelaksanaan kewajiban yang tertuang dalam Pasal 23 ayat (1) POJK Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif.
4. Bagi OJK, diharapkan melakukan pengawasan dengan benar dan ketat terhadap Penyelenggara Pasar Alternatif sebagai penyelenggara perdagangan di luar bursa di Indonesia, mengingat banyaknya praktik *dark pools* yang melakukan pelanggaran-pelanggaran dan manipulasi-manipulasi yang terjadi dalam penyelenggara perdagangan di luar bursa di negara lain seperti Amerika.
5. Bagi Akademisi, diharapkan membuat penelitian lebih lanjut mengenai dampak-dampak terhadap bursa efek dan pasar modal secara umum dengan adanya penyelenggara pasar alternatif dan penelitian mengenai bagaimana pengaturan yang tepat terhadap Penyelenggara Pasar Alternatif, yang mencegah adanya praktik-praktik manipulasi harga, mendorong adanya transparansi dalam Penyelenggara Pasar Alternatif, dan mendorong adanya keterbukaan informasi.

## DAFTAR PUSTAKA

### A. Buku

- M. Irsan Nasarudin dkk. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Edisi Pertama, Kencana Prenada Media, Jakarta, 2014.
- Mas Rahmah, *Hukum Pasar Modal*, Ctk.Pertama, Kencana Prenada Media, Surabaya, 2019.
- Erik Banks, *Dark Pools: Off-Exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program and Algorithmic Trading, Global and Financial Market Series, Second Edition*, Palgrave Macmillan, London, 2014.
- Erik Banks, *Dark Pools: The Structure and Future of Off-Exchange Trading and Liquidity, Finance and Capital Markets Series*, Palgrave Macmillan, London, 2010
- Inda Rahadiyan, *Hukum Pasar Modal Di Indonesia : Pengawasan Pasar Modal Pasca Terbentuknya Otoritas Jasa Keuangan*, Ctk.Pertama, UII Press, Yogyakarta, 2014.
- Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Otoritas Jasa Keuangan*, Ctk.Pertama. Raih Asas Sukses (Penebar Swadaya), Jakarta, 2014.
- Hendy M. Fakhruddin, *Istilah Pasar Modal A-Z*, Elex Media Komputindo, Jakarta, 2013.
- Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, *Penelitian Hukum Normatif: Suatu Tinjauan Singkat*, Ed.1, Ctk.17, Raja Grafindo Persada, Jakarta, 2018.
- I Made Pasek Daintha, *Metode Penelitian Hukum Normatif*, Prenada Media Group, Jakarta, 2017.
- Abdulkadir Muhammad, *Hukum Perdata Indonesia*, Ctk.Kelima, Citra Aditya Bakti, Bandung, 2014.
- Ridwan Khairandy, *Perjanjian Jual Beli*, Ctk.Pertama, FH UII Presss, Yogyakarta, 2016.
- Irwan Abdalloh, *Pasar Modal Syariah*, Ctk.Ketiga, Elex Media Komputindo, Jakarta, 2020.
- Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia*, Ctk.Pertama, Tatanusa, Jakarta, 2019.
- Bismar Nasution, *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*, Ctk.Pertama, Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001.

Nor Hadi, *Pasar Modal*, Edisi 2, Graha Ilmu, Yogyakarta, 2015.

## **B. Jurnal**

Rhodri Preece dan Sviatoslav Rosov, “*Dark Trading and Equity Market Quality*”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 70, No. 6, Taylor & Francis, 2014.

Zsuzsanna Biedermann, “*Off-exchange Trading: Dark Pools and their Regulatory Dilemmas*”, *Public Finance Quarterly*, REPEC, 2015.

Garry Shorter dan Rena S. Miller, “*Dark Pools in Equity Trading: Policy Concerns and Recent Developments*”, *CRS Report, Congressional Research Service*, 2014.

Nicholas Crudele, “*Dark Pool Regulation: Fostering Innovation and Competition While Protecting Investors*”, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Article.4 Vol.9 Issue.2, *Brooklyn Law School*, 2015.

Haoxiang Zao, “*Do Dark Pools Harm Price Discovery*”, *The Society for Financial Studies*, *Oxford University Press*, Cambridge, 2014.

Markus Hofmaier dan Thomas Ullrich, “*Dark Pools Advantages and Disadvantages Over Traditional Exchange Market From a Consumer’s Perspective*”, *British Open Journal of Finance & Banking*, Vol.1 No.1, Borphub, 2019.

IOSCO, “*Issues Raised by Dark Liquidity*”, *Consulation Report*, CR05/10, *Technical Committee of IOSCO*, 2010.

Tanja Boskovic dkk, “*Comparing European and US Securities Regulation : MiFID versus Corresponding US Regulations*, *World Bank Working Paper No.184*, World Bank, 2009.

Tim Studi Pengawasan Transaksi di Luar Bursa di Indonesia, “*Studi Tentang Pengawasan Transaksi Di Luar Bursa Di Pasar Modal Indonesia*”, 2003.

## **C. Peraturan Perundang-Undangan**

Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Undang-Undang Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara.

Undang-Undang Nomo 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.

Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2019 tentang Transaksi Efek.

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2019 tentang Penyelenggara Pasar Alternatif

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 22/POJK.04/2017 tentang Pelaporan Transaksi Efek.

Peraturan Bursa Efek Indonesia Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas.

#### **D. Peraturan Pasar Modal Amerika**

*U.S. Securities Act of 1933*

*U.S. Securities Exchange Act of 1934*

*U.S. Regulation Alternative Trading Systems (Regulation ATS).*

*U.S. Regulation National Market Systems (Regulation NMS).*

*U.S. Regulation Systems Compliance and Integrity (Regulation SCI).*

*Rule 19c-3 Governing off-board trading by members of national securities exchange*

#### **E. Data Elektronik**

[www.westlaw.com](http://www.westlaw.com).

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>, diakses tanggal 30 April 2020, hlm.5.

<https://www.ft.com/content/98128c3e-eb43-11e1-984b-00144feab49a>, diakses tanggal 1 Mei 2020.

<https://economy.okezone.com/read/2012/09/07/278/686689/dark-pool-bukan-barang-baru-di-bursa.>, diakses tanggal 1 Mei 2020.

<https://www.cnbcindonesia.com/market/20200117095357-17-130671/ojk-bikin-aturan-market-maker-serius-bersihkan-goreng-saham>, diakses tanggal 5 Mei 2020.

<https://market.bisnis.com/read/20130110/190/130341/perdagangan-di-luar-bursa-bei-minta-ojk-atur-alternatif-dark-pool>, diakses tanggal 5 Mei 2020

[https://www.investopedia.com/terms/m/multilateral\\_trading\\_facility.asp](https://www.investopedia.com/terms/m/multilateral_trading_facility.asp), diakses tanggal 31 Juli 2020.

<https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/alternative-trading-systems-atss>, diakses tanggal 31 Juli 2020.

<https://www.sec.gov/foia/docs/atlist.htm>. diakses tanggal 23 April 2020.

Sam Mamudi dan Annie Massa, “*Dark Pools*”, terdapat dalam <https://www.bloomberg.com/quicktake/dark-pools>. diakses tanggal 24 April 2020.

Luis A. Aguilar, *US Securities and Exchange Commission (SEC)*, “*Shedding Light on Dark Pools*”, 2015, terdapat dalam <https://www.sec.gov/news/statement/shedding-light-on-dark-pools.html>, diakses tanggal 5 Juni 2020.

US Securities and Exchange Commission (SEC), “*Issues Proposals to Shed Greater Light on Dark Pools*”, 2009 terdapat dalam <https://www.sec.gov/news/press/2009/2009-223.htm>, diakses tanggal 6 Juni 2020.

<https://www.investopedia.com/terms/n/nbbo.asp>, diakses Tanggal 23 Juni 2020.

<https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/CMS/Category/77>, diakses tanggal 30 Juli 2020.

<https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/CMS/Category/70>, diakses tanggal 30 Juli 2020.

David Easthope dan Arin Ray, “*Dark Pools: In The Eye Of The Storm*”, terdapat dalam [https://tfetimes.com/wpcontent/uploads/2014/04/Celent\\_darkpools\\_eyeofthestorm\\_2013-11-20.pdf](https://tfetimes.com/wpcontent/uploads/2014/04/Celent_darkpools_eyeofthestorm_2013-11-20.pdf), hlm.6, diakses tanggal 28 Juli 2020.

<https://www.investopedia.com/articles/investing/060915/pros-and-cons-dark-pools-liquidity.asp>, diakses tanggal 28 Juli 2020.

<https://www.investopedia.com/terms/t/tradethrough.asp>, diakses tanggal 4 Agustus 2020.

Agus Riyanto, “Mungkinkah Perusahaan Publik Tanpa *Listing* di BEI?”, terdapat dalam <https://business-law.binus.ac.id/2017/03/12/mungkinkah-perusahaan-publik-tanpa-listing-di-bursa-efek/>, diakses tanggal 18 Agustus 2020.

<https://www.idx.co.id/investor/mekanisme-perdagangan/>, diakses tanggal 18 Agustus 2019.

<https://www.investopedia.com/terms/f/frontrunning.asp>, diakses tanggal 28 Agustus 2020.

<https://www.sec.gov/divisions/marketreg/form-ats-n-filings.htm>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<https://www.investopedia.com/terms/u/unlistedtradingprivileges.asp>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<https://www.sec.gov/oig/reportspubs/aboutoigaudit272finhtm.html>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

[https://www.edinformatics.com/investor\\_education/nasdaq.htm](https://www.edinformatics.com/investor_education/nasdaq.htm), diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<https://www.securitieslawyer101.com/2014/otc-link-ats/>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

<https://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>, diakses tanggal 1 September 2020.

<http://www.utpplan.com/overview>. diakses tanggal 22 Juni 2020.

<https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html>, diakses tanggal 3 September 2020.

<https://iesr.or.id/en/dodd-frank-act-dan-berakhirnya-era-ketertutupan-di-industri-migas-dan-tambang>, diakses tanggal 1 September 2020.

*Form ATS-R*, terdapat dalam <https://www.sec.gov/files/formats-r.pdf>, diakses tanggal 30 Agustus 2020.

<https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Rule+80A>, diakses tanggal 29 Agustus 2020.

Data pelanggaran dan sanksi terhadap *dark pools* di Amerika, Email dari Judith Burns, *SEC Office of Public Affairs*, kepada Andhika Pramana Putra Judawinata, Mahasiswa, Fakultas Hukum, Universitas Islam Indonesia, 7 Mei 2020, 03:27. (*on file with author*).

<https://www.sec.gov/news/press/2011/2011-220.htm>, diakses tanggal 2 September 2020.

<https://www.sec.gov/news/press-release/2012-2012-204.htm>, diakses tanggal 2 September 2020.

<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-7.html>, diakses tanggal 2 September 2020.

<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-164.html>, diakses tanggal 2 September 2020.

<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-16.html>, diakses tanggal 2 September 2020.

<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-193>, diakses tanggal 2 September 2020.

<https://www.sec.gov/news/press-release/2018-256>, diakses tanggal 3 September 2020.

<https://www.sec.gov/enforce/34-87155-s>, diakses tanggal 3 September 2020.



FAKULTAS  
HUKUM

Gedung Mr. Moh. Yamin  
Universitas Islam Indonesia  
Jl. Taman Siswa No. 158 Yogyakarta 55151  
T. (0274) 379178  
F. (0274) 377043  
E. fh@uii.ac.id  
W. fh.uii.ac.id

## SURAT KETERANGAN BEBAS PLAGIASI

No. : 273/Perpus/20/H/VI/2020

*Bismillaahirrahmaanirrahaim*

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : **Ngatini, A.Md.**  
NIK : **931002119**  
Jabatan : **Kepala Divisi Perpustakaan Fakultas Hukum UII**

Dengan ini menerangkan bahwa :

Nama : Andhika Pramana Putra Judawinata  
No Mahasiswa : 16410215  
Fakultas/Prodi : Hukum  
Judul karya ilmiah : **STUDI KOMPARASI PENGATURAN PRAKTIK DARK POOLS  
SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA  
PADA PENYELENGGARA PERDAGANGAN DI LUAR BURSA  
DI INDONESIA DAN AMERIKA**

Karya ilmiah yang bersangkutan di atas telah melalui proses uji deteksi plagiasi dengan hasil **20.0%**  
Demikian surat keterangan ini dibuat agar dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Yogyakarta, 7 Oktober 2020 M  
20 Shafar 1442 H

a.n. Dekan  
u.b. Ka. Divisi Perpustakaan  
  
Ngatini, A.Md.