



**PRINSIP KETERBUKAAN SEBAGAI PERLINDUNGAN INVESTOR DALAM
TRANSAKSI LUAR BURSA (*OVER THE COUNTER*) SEBAGAI TRANSAKSI DALAM
PASAR MODAL INDONESIA**

**Meisy Kartika Putri Sianturi
Bismar Nasution, Suhaidi, Mahmud Siregar**

(meisysianturi17@gmail.com)

ABSTRACT

Bapepam Rule Number: III.A.10 on securities transactions issued in 1997, among other terms governing the transaction outside the stock exchange, the inter-company transactions between the company's securities or securities with other parties that are not regulated by the stock exchange, and transactions between persons who are not corporate securities. This study aims at finding out 1). How arrangements and transactions practice OTC (over the counter) in the Indonesian capital market 2). How does the principle of openness as an investor in a transaction protection OTC (over the counter) in the Indonesian capital market 3). What forms of fraud that occurred in the transaction counter (over the counter) and the urgency of forming regulations that accommodate OTC transactions investor protection. It was found out that 1). Bapepam Regulation No.III. No.A. 10 of the Securities Transaction no offensive presence OTC transactions (over the counter) but not a complete set of the transactions OTC (over the counter). 2). This could lead to legal uncertainty in practice-counter transactions (over the counter) and less protection for investors who transact OTC (over the counter). Unlike the practice of OTC transactions in foreign countries such as the United States, Hong Kong and Singapore where the transaction OTC (over the counter) specifically stipulated in a separate regulation. The absence of special arrangements for OTC transactions (over the counter) in the Indonesian capital market led to the lack of transparency as a principle of regulation in particular the protection of investors in the transaction OTC (over the counter). 3). Instances of corruption that occurred in transactions outside the stock exchange is the inaccurate information that issuers of securities companies more concerned with function brokerage fee without losing the security aspect, which is often distorted information data and value securities issuers.

Keywords: Transactions, Over the Counter, Disclosure Principles, Investor Protection, Indonesian Capital Market

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pasar modal (*capital market*) sebagai salah satu bentuk investasi merupakan sarana untuk mempertemukan penjual dan pembeli dana. Penjual dana adalah para pemodal baik perorangan maupun kelembagaan, sedangkan pembeli dana adalah emiten yaitu perusahaan atau badan usaha yang membutuhkan dana untuk modal kerja atau investasi.¹

Layaknya dalam pasar tradisional, dalam pasar modal terdapat transaksi. Transaksi ini, ditinjau dari tempat dilaksanakannya kemudian terbagi atas transaksi dalam bursa dan transaksi luar bursa (*over the counter*). Dalam transaksi Bursa, transaksi dilakukan oleh anggota bursa efek yang tertuang dalam bentuk kontrak kesepakatan dengan bursa efek. Kontrak tersebut mencakup : jual beli efek (saham maupun instrumen lainnya), pinjam meminjam efek, kesepakatan lain mengenai efek /harga efek. Sementara transaksi di luar bursa (*over the counter*) merupakan transaksi efek

¹ Iman Sjahputra Tunggal, *Tanya-Jawab Aspek Hukum Pasar Modal di Indonesia*, (Jakarta: Harvarindo,2000), hlm. iii.

yang dilakukan di luar bursa dan tidak diatur oleh bursa efek dan antara pihak yang bukan perusahaan efek (individu / lembaga pemegang saham tersendiri).²

Peraturan Bapepam Nomor : III.A.10 tentang transaksi efek yang dikeluarkan pada tahun 1997, antara lain mengatur mengenai pengertian transaksi di luar bursa, yaitu transaksi antar perusahaan efek atau antara perusahaan efek dengan pihak lain yang tidak diatur oleh bursa efek, dan transaksi antar pihak yang bukan perusahaan efek. Namun demikian peraturan tersebut belum mengatur aspek keterbukaan dan perlindungan investor pada transaksi OTC.

Dalam lingkup yang lebih luas, sesungguhnya praktek perdagangan OTC telah lama dikenal dan dilaksanakan di berbagai pasar modal manca negara dengan sistem perdagangan yang bervariasi baik dalam hal mekanisme, instrumen yang diperdagangkan maupun pelakunya. Seiring dengan pesatnya perkembangan teknologi informasi, berbagai sistem perdagangan OTC terus dikaji. Dalam hal ini, tim studi pengawasan di Luar Bursa Indonesia yang dibentuk BAPEPAM hanya fokus pada Amerika Serikat, Hongkong dan Singapura. Khusus di Amerika Serikat sebagai kiblat pasar modal dunia saat ini, kita mengetahui bahwa NASD sebagai asosiasi broker-dealer telah berhasil menciptakan sistem perdagangan OTC Market (NASDAQ) sebelum disahkan menjadi bursa telah menampung hingga 45% dari keseluruhan transaksi di Amerika Serikat. Bahkan angka tersebut belum termasuk transaksi yang terjadi di *OTC-BB*³ (*Bulletin Board*) dan *Pink Sheet Stocks*.⁴

Secara umum, mekanisme perdagangan efek di pasar modal dapat diklasifikasikan menjadi perdagangan efek melalui bursa efek saat ini sering disebut sebagai *traditional stock exchange* dan perdagangan efek tidak melalui bursa efek atau *over-the-counter* (OTC) market yang justru cenderung dianggap lebih maju.⁵ Beberapa ahli juga menyebutkan bahwa OTC akan menjadi *trend* dikalangan pengguna pasar modal. Untuk itu, pemerintah Indonesia perlu membuat pengaturan

²Istilah Dalam Saham / Kamus Pasar Modal, dalam <http://www.belajarinvestasi.net/saham/kamus-istilah-dalam-saham-glossary>, diakses pada hari Rabu, 30 Januari 2013.

³*The OTC Bulletin Board* (OTCBB) adalah sistem pengutipan antar dealer elektronik yang menampilkan *real-time quotes*, harga jual terakhir dan informasi volume untuk banyak sekuritas transaksi luar bursa (*over the counter*) yang tidak terdaftar di bursa efek nasional. *The Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) mengawasi OTCBB, mengatur broker-dealer yang beroperasi di pasar *over-the-counter* (OTC). Banyak efek ekuitas, obligasi korporasi, obligasi pemerintah, dan produk-produk derivatif yang diperdagangkan di pasar OTC. *The OTC Bulletin Board dan Pink OTC Markets, Inc*, misalnya, beroperasi dalam pasar OTC. Dalam <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrotc.shtml>, diakses pada Hari Rabu, 30 Januari 2013.

⁴Pink OTC Markets, Inc mengoperasikan sistem antar-dealer kutipan elektronik (*electronic quotation*), yang dikenal sebagai Pink quotation, yang menampilkan kutipan dan informasi terakhir dijual bagi banyak efek ekuitas OTC. Penawaran pink OTC tidak memerlukan perusahaan yang sekuritas yang dikutip pada sistem untuk memenuhi persyaratan kelayakan. Dengan pengecualian dari beberapa emiten asing, perusahaan dikutip pada Kutip pink cenderung dipegang, sangat kecil dan / atau diperdagangkan tipis. Kebanyakan emiten tidak memenuhi persyaratan pencatatan minimum untuk perdagangan pada bursa efek nasional. Banyak perusahaan-perusahaan tidak mengajukan laporan berkala atau laporan keuangan yang diaudit dengan SEC. Dengan demikian, mungkin sulit bagi publik untuk menemukan saat ini, informasi yang dapat dipercaya tentang perusahaan dikutip melalui Penawaran Pink. Pink OTC Markets, Inc juga menawarkan dua layanan sukarela, OTCQX dan OTCQX Internasional, untuk perusahaan yang memenuhi kriteria minimum tertentu. Perusahaan kualifikasi untuk OTCQX atau OTCQX International mungkin baru-baru ini telah delisting dari perdagangan pada bursa efek nasional, atau mungkin terdaftar di pasar sekuritas asing tapi tidak di bursa AS. Pink OTC Markets, Inc adalah sebuah perusahaan swasta, masih sering disebut sebagai "Pink Sheets," yang merupakan nama perusahaan selama hari-hari ketika itu adalah publikasi di atas kertas merah muda yang tercantum nama dan nomor telepon dari broker-dealer menyediakan kutipan pada efek ekuitas OTC. Untuk informasi lebih lanjut mengenai layanan yang ditawarkan oleh Pink OTC Markets, Inc. . Anda dapat melihat website tersebut pada www.pinkotc.com, www.otcmarkets.com dan www.otcqx.com. Dalam <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrotc.shtml>, diakses pada Hari Rabu, 30 Januari 2013.

⁵ Tim Studi Pengawasan di Luar Bursa di Indonesia, *Op.Cit.*, hlm.9.



yang jelas dan lengkap mengenai transaksi luar bursa (*over the counter*) ini serta memuat aspek keterbukaan dan perlindungan terhadap investor.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan rangkaian pemaparan di atas, maka masalah yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah:

1. Bagaimanakah pengaturan dan praktek transaksi luar bursa (*over the counter*) di pasar modal Indonesia?
2. Bagaimanakah prinsip keterbukaan sebagai perlindungan investor dalam transaksi luar bursa (*over the counter*) di pasar modal Indonesia?
3. Bagaimanakah bentuk-bentuk penyelewengan yang terjadi di transaksi luar bursa (*over the counter*) dan urgensi pembentukan peraturan mengenai transaksi luar bursa yang mengakomodir perlindungan investor?

C. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini adalah :

1. Untuk mengkaji pengaturan transaksi luar bursa (*over the counter*) di pasar modal Indonesia.
2. Untuk mengetahui prinsip keterbukaan sebagai perlindungan investor dalam transaksi luar bursa (*over the counter*) di pasar modal Indonesia .
3. Untuk mengkaji bentuk-bentuk penyelewengan yang terjadi di transaksi luar bursa (*over the counter*) dan urgensi pembentukan peraturan mengenai transaksi luar bursa yang mengakomodir perlindungan investor.

D. Manfaat

Secara teoritis, hasil penelitian ini diharapkan dapat memperluas wawasan dan pengetahuan serta bukti empiris mengenai praktek transaksi luar bursa (*over the counter*) pasar modal Indonesia serta dapat dijadikan sebagai bahan referensi bagi penelitian selanjutnya. Bagi pengembangan ilmu pengetahuan, diharapkan penelitian ini dapat menambah khasanah dinamika keilmuan dalam teknik analisis surat berharga selain analisis fundamental yang telah banyak dilakukan dipasar modal Indonesia. Bagi pihak-pihak yang ingin melakukan kajian lebih dalam mengenai analisis teknikal, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi dan landasan bagi penelitian selanjutnya.

Secara praktis, penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi yang bermanfaat bagi para pembaca seperti investor, badan otoritas pasar modal, emiten, bank kustodian dan para analis keuangan lainnya mengenai praktek transaksi luar bursa (*over the counter*) di pasar modal global dan pasar modal Indonesia. Bagi pihak yang berpraktek langsung dilapangan pasar modal, diharapkan penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan untuk melakukan analisis investasi di pasar modal, terutama dari sisi analisis teknikal transaksi, khususnya transaksi luar bursa (*over the counter*).

II. KERANGKA TEORI

Sebagai transaksi yang telah dilegalkan dengan undang-undang diberbagai Negara tetapi belum secara signifikan diatur dalam peraturan perundang-undangan Indonesia membuat transaksi ini dapat dilakukan karena juga tidak dilarang dalam perundang-undangan. Sehingga teori yang akan dipakai untuk membedakan kerangka dari permasalahan adalah kebebasan berkontrak. Transaksi luar bursa (*over the counter*) sendiri merupakan perjanjian keperdataan yang tunduk pada teori kebebasan berkontrak. Berdasarkan pendekatan sistem, norma hukum yang dianut di dalam Hukum Perdata (KUHPerdata), perjanjian adalah bagian dari hukum harta kekayaan. Artinya semua perjanjian pada dasarnya adalah berkaitan dan berhubungan dengan

kekayaan yang mempunyai nilai ekonomi yaitu yang dapat dijadikan objek perdagangan (*in dehandel*).⁶

Oleh karena itulah, perjanjian merupakan titel untuk memperoleh dan mengalihkan kekayaan dari dan untuk seseorang.⁷ Pada dasarnya setiap orang bebas melakukan perjanjian. Hal ini sebagai realisasi dari asas kebebasan berkontrak. Kebebasan berkontrak pada dasarnya adalah implementasi dari alam pikiran paham individualis. Mariam Darius Badruzaman mensinyalir bahwa kebebasan berkontrak yang dituangkan ke dalam Buku III KUHPerdata berlatar-belakang pada paham individualisme yang secara *embriona* lahir dalam zaman Yunani, diteruskan oleh kaum *Eficuristen* dan berkembang pesat pada abad ke XVIII melalui pemikiran Hoge de Groot (Grotius), Thomas Hobbes John Locke dan Rousseau. Puncak perkembangannya dalam periode setelah revolusi Perancis. Paham individualis mengutamakan dan menjunjung tinggi nilai-nilai dan eksistensi individu di dunia ini, termasuk dalam memenuhi kebutuhannya.⁸

Asas kebebasan berkontrak dapat dianalisis dari ketentuan pasal 1338 ayat (1) KUHPerdata, yang berbunyi : "Semua perjanjian yang dibuat secara sah berlaku sebagai undang – undang bagi mereka yang membuatnya". Asas ini merupakan suatu asas yang memberikan kebebasan kepada para pihak untuk :

- a. Membuat atau tidak membuat perjanjian;
- b. Mengadakan perjanjian dengan siapapun;
- c. Menentukan isi perjanjian, pelaksanaan dan persyaratannya, serta;
- d. Menentukan bentuk perjanjiannya apakah tertulis atau lisan.

Asas ini merupakan asas umum yang bersifat universal."Asas kebebasan berkontrak merupakan asas dalam hukum perjanjian yang dikenal hampir semua sistem hukum".⁹Asas kebebasan berkontrak telah menjadi asas hukum utama dalam hukum perdata, khususnya dalam hukum perjanjian, dikenal dalam *civil law system* maupun dalam *common law system*, bahkan dalam sistem hukum Islam. Pengertian kebebasan berkontrak dalam *civil law system* berasal dan dikembangkan dari konsep dan perkembangan perikatan atau *obligatio* yang untuk pertama kali dipergunakan di dalam *civil law tradition* pada zaman Romawi oleh Kaisar Justinus, di dalam

⁶ Pasal 1332 KUH,Perdata : yang dapat dijadikan objek perjanjian adalah semua benda yang dapat diperdagangkan. Benda yang dapat diperdagangkan mempunyai arti bahwa benda tersebut adalah sesuatu yang mempunyai nilai ekonomi.

⁷ Cara lain adalah melalui perikatan yang lahir karena undang-undang semata-mata dan berdasarkan undang-undang karena perbuatan manusia yaitu perbuatan manusia yang melawan hukum dan perbuatan manusia yang sesuai dengan hukum.

⁸ Mariam Darius Badruzaman, *Pembentukan Hukum Nasional dan Permasalahannya*, Alumni Bandung, 1981) Hlm.118-119. Lihat juga pendapat Achmad Ichsan yang mengatakan bahwa KUH.Perdata adalah diperuntukkan bagi suatu *cultuurgemenschap*, suatu masyarakat yang moderndengan pandangan differensiasi terhadap pemisahan pelbagai masalah yang sangat tajam, individualistiskapitalis, di mana hak individu dalam perekonomian merupakan sebagian dari hak asasinya. Erat sekalihubungannya dengan dunia luar, sehingga untuk ini perlu diadakan ketentuan-ketentuan yang tertibtentang jaminan-jaminan pemenuhan janji yang telah diadakan (Achmad Ichsan, *Hukum Perdata I B*,(Jakarta:PT. Pembimbing Masa, 1969), hlm.9.

⁹ Asas kebebasan berkontrak dalam sistem *common law* dikenal dengan istilah *freedom of contract* atau *liberty of contract*, bandingkan dengan pernyataan Hardijan Rusli : asas kebebasanberkontrak dikenal juga dengan istilah *Laissez Faire* yang pengertiannya seperti diterangkan oleh Jessel M.R. dalam kasus *Printing and Numerical Registering Co. vs Sampson* (1875) LR Eq. 462 pada465, yaitu *men of full age and understanding sHlml have the utmost liberty of contracting and that contracts which are freely and voluntarily entered inti sHlml be held sacred and enforced by the courts...you are not lightly to interfere with this freedom of contract* (Hardijan Rusli, *Hukum Perjanjian Indonesia dan Common Law*, Jakarta, Pustaka Sinar Harapan, 1993:38). Lihat juga RidwanKhairandy "istilah kebebasan berkontrak dalam sistem *common law* adalah *freedom of contract* atau *liberty of contract* (Ridwan Khairandy, *Pengaruh Paradigma Kebebasan Berkontrak Terhadap Teori Hukum Kontrak Klasik dan Pergeserannya*, tidak dipublikasikan, 2003), hlm.49



Corpus Iuris Civilis pada tahun 533, bagian *Institutiones*.¹⁰ Pengertian kebebasan berkontrak dalam *common law* :¹¹

1. Tidak seorang pun terikat untuk membuat kontrak apapun jika ia tidak menghendaknya (*nobody was bound to enter into any contracts at all if he didnot chose todo so*);
2. Setiap orang memiliki pilihan orang dengan siapa ia akan membuat kontrak (*everyone had a choice of persons with whom he could contract*);
3. Orang dapat membuat pelbagai macam (bentuk) kontrak (*people could make virtually any kind of contract*);
4. Orang dapat membuat berbagai kontrak dengan isi dan persyaratan yang dipilihnya (*people could make any kind of contract on an term they chose*).

Asas kebebasan berkontrak ini juga pada era globalisasi telah disepakati sebagai suatu asas hukum dapat dilihat dalam :¹²

The Unidroit Principles of International Institute Contract yang diselesaikan penyusunannya oleh The International Institute for the univication of Private Law (UNIDROIT) di Roma pada bulan Mei 1994 memuat kebebasan berkontrak sebagai suatu asas dan diatur di dalam Pasal pertama. Selain itu, Commission onEuropean Contract Law, sebuah badan yang beranggotakan para ahli hukum dari European Community (sekarang Uni Eropa) telah pula menyelesaikan Theprinciples Of European Contract Law pada tahun 1998 pada Pasal 1.102 mengatur tentang kebebasan berkontrak sebagai suatu asas.

Dalam sistem hukum nasional Indonesia, asas ini ini diimplementasikan pada hukum perjanjian sebagaimana diatur di dalam Pasal 1338 KUH Perdata yang menentukan kebebasan bagi setiap orang untuk melakukan perjanjian dengan siapa yang dikehendaknya dan bebas menentukan isi perjanjian yang akan dilakukan. Berdasarkan prinsip asas inilah maka Buku III KUHPerdata menganut sistem terbuka.

Oleh karena itu kehendak bebas tidak lagi diberi arti mutlak, akan tetapi diberi arti relatif dikaitkan selalu dengan kepentingan umum,kepatutan, itikad baik dan tidak bertentangan dengan peraturan perundang-undangan. Teori ini dipandang tepat untuk membedah tesis ini karena seperti yang diketahui bersama bahwa transaksi luar bursa (*over the counter*) tidak diatur secara rinci dan detail dalam peraturan perundang-undangan sehingga para pihaklah yang menentukan perjanjian. Peraturan perundang-undangan tidak melarang, sehingga selama tidak dilarang maka dengan berpegang pada teori kebebasan berkontrak, para pihak dapat melakukan transaksi luar bursa (*over the counter*) tetapi tetap dalam koridor itikad baik. Itikad baik dalam transaksi luar bursa diatur dalam Peraturan Bapepam Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek, yaitu Perusahaan efek yang melakukan Transaksi di Luar Bursa wajib mengirim konfirmasi atas Transaksi di Luar Bursa kepada Perusahaan efek lain atau Pihak lain yang menjadi Pihak dalam Transaksi di Luar Bursa pada tanggal transaksi tersebut dilaksanakan.¹³ Asas itikad baik tercantum dalam Pasal 1338 ayat (3) KUHPerdata yang berbunyi : “Perjanjian harus dilaksanakan dengan itikad baik”. Asas ini merupakan asas bahwa para pihak, yaitu pihak kreditur dan debitur harus melaksanakan substansi kontrak berdasarkan kepercayaan atau keyakinan yang teguh maupun kemauan baik dari para pihak. Asas itikad baik terbagi menjadi dua, yakni itikad baik nisbi dan itikad baik mutlak.Pada itikad yang pertama, seseorang memperhatikan sikap dan tingkah laku yang nyata dari subjek. Pada itikad yang kedua, penilaian terletak pada akal sehat dan keadilan serta dibuat ukuran yang objektif untuk menilai keadaan (penilaian tidak memihak) menurut norma – norma yang objektif.¹⁴

¹⁰ Johannes Gunawan. “Kajian Ilmu Hukum Tentang Kebebasan Berkontrak” dalam Sri Rahayu Oktoberina, Niken Savitri, *Butir-butir Pemikiran dalam Hukum Memperingati 70 TahunProf.Dr.B.Arief Sidharta*, (Bandung: Aditama 2008), hlm.259.

¹¹ *Ibid.*,hlm. 265.

¹² UNIDROIT dalam Johannes Gunawan. “Kajian Ilmu Hukum Tentang Kebebasan Berkontrak” dalam Sri Rahayu Oktoberina, Niken Savitri, *Butir-butir Pemikiran dalam Hukum Memperingati 70 TahunProf.Dr.B.Arief Sidharta*, (Bandung: Aditama 2008), hlm.259.

¹³ Pasal 5 ayat (c) Peraturan Bapepam Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek

¹⁴ Salim H.S., *Hukum Kontrak : Teori & Teknik Penyusunan Kontrak. Cetakan II*, (Jakarta : Sinar Grafika, 2004), hlm. 11.

Ruang lingkup itikad baik yang diatur dalam KUHPdata di beberapa Negara seperti di Indonesia masih diletakkan pada pelaksanaan kontrak saja.¹⁵ Padahal sesungguhnya itikad baik juga diperlukan dalam proses negosiasi dan penyusunan kontrak. Hal ini lah yang kemudian harus disadari oleh para pihak dalam transaksi luar bursa.

Itikad baik dalam transaksi luar bursa (*Over the counter*) ditunjukkan dengan adanya keterbukaan. Keterbukaan tentang fakta material sebagai jiwa pasar modal didasarkan pada keberadaan prinsip keterbukaan yang memungkinkan tersedianya bahan pertimbangan bagi investor, sehingga ia secara rasional dapat mengambil keputusan untuk melakukan pembelian atau penjualan saham.¹⁶ Prinsip keterbukaan informasi sendiri menjadi persoalan inti di pasar modal dan sekaligus merupakan jiwa pasar modal itu sendiri.¹⁷

Dengan pemberian informasi berdasarkan prinsip keterbukaan itu maka dapat diantisipasi terjadinya kemungkinan investor tidak memperoleh informasi atau fakta material atau tidak meratanya informasi bagi investor disebabkan ada informasi yang tidak disampaikan dan bisa juga terjadi informasi yang belum tersedia untuk publik telah disampaikan kepada orang-orang tertentu.¹⁸

Prinsip keterbukaan menurut undang-undang nomor 8 tentang pasar modal (UUPM) pasal 1 angka 25, adalah pedoman umum yang mensyaratkan Emiten, Perusahaan Publik dan Pihak lain yang tunduk pada Undang-Undang Pasar Modal untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh Informasi Material mengenai usahanya atau efek-nya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap efek dimaksud dan atau harga dari efek tersebut. Unsur penting dalam prinsip ini adalah pengungkapan (*disclosure*) mengenai informasi material dan informasi itu dapat mempengaruhi investor untuk membuat keputusan berbuat sesuatu (menginvestasikan modalnya) atau tidak berbuat sesuatu (tidak melakukan investasi atas efek tertentu).

Secara umum, penerapan prinsip keterbukaan di dalam pasar modal adalah untuk menciptakan kondisi pasar yang likuid dan efisien, disamping untuk tetap meningkatkan infrastruktur pasar, kliring dan penyelesaian transaksi, jenis instrumen yang diperdagangkan, pelayanan terhadap nasabah, dan teknologi.¹⁹ Berkaitan dengan *over the counter*, prinsip keterbukaan diragukan penerapannya, karena *over the counter* telah sangat berkembang dibandingkan dengan ide awal dilakukannya transaksi jenis ini.²⁰

Pengungkapan informasi tentang Fakta Material secara akurat dan penuh, diperkirakan dapat merealisasikan tujuan prinsip keterbukaan dan mengantisipasi timbulnya pernyataan yang menyesatkan (*misleading*) bagi investor. Adapun tujuan ditegakkannya prinsip keterbukaan di Pasar Modal sedikitnya ada 3 (tiga) yang akan diuraikan berikut ini, yaitu menjaga kepercayaan investor, menciptakan pasar yang efisien dan perlindungan terhadap investor.²¹

Pasar Modal yang wajar (*fair*), teratur dan efisien adalah Pasar Modal yang memberi perlindungan kepada investor publik terhadap praktek bisnis yang tidak sehat dan tidak jujur. Sedangkan investasi merupakan suatu proses yang menyangkut risiko. Perlindungan yang dapat diberikan regulator (Pemerintah melalui otorisasi jasa keuangan-OJK sebagai regulator) dalam

¹⁵ Ridwan Khairandy, *Itikad Baik dalam Kebebasan Berkontrak*. Cetakan II, (Jakarta:Program Pascasarjana Fakultas Hukum Universitas Indonesia:2004), hlm.12-13.

¹⁶ William E. Beaver, *The Nature of Mandated Disclosure*, dalam Richard A. Posner dan Kenneth E. Scott, ed, *Economic of Corporation Law and Securities Regulation*, (Boston, Toronto:Little, Brown&Company, 1980), hlm.317 dikutip dari Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, (Jakarta:Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001).

¹⁷ Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, (Jakarta:Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001). hlm.1.

¹⁸ John C. Coffee, Jr.1, *Market Failure and the Economic Case for A Mandatory Disclosure System*, Virginia Law Review, Vol.79, 1984, hlm. 721-722, dalam : Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*,(Jakarta:Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001).hlm. 24.

¹⁹ Badrul Jaman, *Tanggung Jawab Emiten terhadap Informasi mengenai Perusahaannya dalam Kaitannya dengan Prinsip Keterbukaan Pasar Modal*, Skripsi, (Yogyakarta:Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia, 2005), hlm.50.

²⁰ Tim Studi Pengawasan di Luar Bursa di Indonesia, *Op.Cit.*, hlm.1.

²¹ Bismar Nasution, *Op. Cit.*,hlm. 27-28.

suatu kegiatan bisnis adalah menjamin investor memperoleh informasi yang lengkap mengenai risiko yang dihadapi.^{22\}

III. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Pengaturan dan Praktek Transaksi Luar Bursa (*Over The Counter*) di Pasar Modal Indonesia

Keberadaan pasar modal dibentuk berdasarkan kebutuhan perkembangan ekonomi nasional yang menuntut adanya sarana penarikan dana masyarakat melalui lembaga pasar modal. Perkembangan secara evolutif ini banyak ditemui di negara-negara kapitalis liberal. Di Indonesia pendekatannya lebih terarah kepada kebijaksanaan pembangunan nasional. Dengan demikian tujuan pembentukan pasar modal di Indonesia mempunyai jangkauan dan misi yang lebih luas dari pada pasar modal di banyak negara.²³ Jangkauan yang dirangkum adalah mencakup 3 (tiga) aspek mendasar, yaitu:²⁴

1. Mempercepat proses perluasan keikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan;
2. Diarahkan pada aspek pemerataan pendapatan masyarakat melalui pemerataan pemilikan saham perusahaan;
3. Untuk lebih menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif.

Jangkauan tersebut mempunyai misi yang sejalan dengan isi yang terkandung dalam Pasal 33 Ayat (1) Undang-Undang Dasar 1945 (UUD 1945) yang menyebutkan bahwa perekonomian Indonesia dijalankan berdasarkan usaha bersama dan asas kekeluargaan. Atas dasar itu, maka pasar modal mempunyai landasan idiil dan konstitusional yang sesuai dengan norma yang terdapat dalam falsafah Pancasila dan Undang-Undang Dasar 1945.²⁵

Setelah dikeluarkannya Undang-Undang no. 21 tahun 2012 tentang Otoritas Jasa Keuangan khusus nya pasal 6, maka kewenangan terhadap pengawasan pasar modal yang dahulu dipangku oleh BAPEPAM menjadi kewenangan OJK. Otoritas Jasa Keuangan (OJK), adalah lembaga yang independen dan bebas dari campur tangan pihak lain, yang mempunyai fungsi, tugas, dan wewenang pengaturan, pengawasan, pemeriksaan, dan penyidikan.²⁶ Melaksanakan tugas pengaturan dan pengawasan terhadap:²⁷

- a. kegiatan jasa keuangan di sektor perbankan;
- b. kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal; dan
- c. kegiatan jasa keuangan di sektor perasuransian, dana pensiun, lembaga pembiayaan, dan lembaga jasa keuangan lainnya.

OJK 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. Transaksi bursa adalah transaksi saham yang mengacu pada sistem dimana transaksi saham dilakukan berdasarkan pada harga dan prioritas waktu serta dengan standar 1 lot sama dengan lima ratus (500) lembar. Sesuai dengan ketentuan yang berlaku dan sengan diterapkannya mekanisme transaksi saham di bursa efek maka setiap investor yang melakukan transaksi saham dijamin dari kemungkinan timbulnya gagal bayar bagi para investor yang melakukan penjualan saham dan gagal serah bagi

²²I Putu Gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern*, Cet.1, (Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti, 2000), hlm. 92.

²³ Yulfasni, *Hukum Pasar Modal*, (Jakarta: Badan Penerbit Iblam, 2005), hlm. 14.

²⁴ Jasso Winarto, *Pasar Modal Indonesia: Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*, (Jakarta: Pustaka Sinar Harapan, 1997), hlm. 32.

²⁵ Umaran Mansyur, *Teknik Perdagangan Efek di Bursa efek Indonesia*, (Jakarta: Aksara Kencana, 1986), hlm. 7.

²⁶ Pasal 1 (1) Undang-Undang no. 21 tahun 2012 tentang Otoritas Jasa Keuangan

²⁷ Menurut pasal 6 undang-undang no. 21 tahun 2012 tentang Otoritas Jasa Keuangan



para investor yang melakukan pembelian saham serta dimungkinkan untuk mendapatkan harga yang wajar, likuiditas, informasi yang seluas-luasnya dengan biaya transaksi yang lebih ekonomis

Dalam lingkungan yang lebih luas, sesungguhnya praktek perdagangan di luar bursa atau *over the counter* (OTC) telah lama dikenal dan dilaksanakan di berbagai pasar modal mancanegara dengan sistem perdagangan yang bervariasi baik dalam hal mekanisme, instrumen, yang diperdagangkan maupun pelakunya.²⁸

Menurut The American Heritage Dictionary, Tidak terdaftar atau tersedia di bursa efek yang diakui secara resmi, tetapi diperdagangkan dalam negosiasi langsung antara pembeli dan penjual: *over the counter* saham.²⁹ Sementara menurut Collins State English Dictionary, *over the counter* adalah:

1. (Ekonomi, Akuntansi dan Keuangan / Bursa efek)
 - a. (efek) tidak terdaftar atau dikutip di bursa saham
 - b. (dari pasar keamanan) berurusan di sekuritas
 - c. (transaksi keamanan) dilakukan melalui kantor broker langsung antara pembeli dan penjual, dan bukan di bursa saham³⁰

Professor Leigh Tesfatsion, dari Iowa University mengatakan ada 4 tipe pasar yang terorganisasi, yaitu:³¹

1. *Bilateral Trade*, adalah transaksi yang terjadi antara pihak pembeli dan penjual sebagaimana jual-beli rumah atau mobil bekas.
2. *Over-the Counter (OTC) Markets*, adalah transaksi yang dikelola oleh para dealer yang biasanya tidak mempunyai fasilitas perdagangan dan mekanisme yang jelas. Pelakunya tidak terbatas beberapa dealer lokal semata tapi bisa menyebar dari satu ke kota lainnya, bahkan lintas negara atau global. Misalnya, perdagangan obligasi perusahaan dan Nasdaq stock market.
3. *Auction* (dikelola oleh broker), biasanya mengenal centralized facility atau semacam lembaga kliring bagi pembeli dan penjual untuk menyelesaikan hak dan kewajiban melalui perwakilan masing-masing setelah melewati masa proses penawaran, walaupun sebenarnya "centralized facility" tidak selalu dibutuhkan bilamana pihak penjual dan pembeli telah bertemu secara fisik. *Auction* dapat berupa *call markets* lelang benda-benda seni dimana penawaran jual dan permintaan beli dilakukan secara bersamaan yang dapat dilakukan terus menerus sepanjang acara tersebut belum ditutup oleh pihak penyelenggara.
4. *Organized Exchanges*, merupakan kombinasi antara *auction* dan *OTC market*. Di Amerika Serikat, dengan jelas terlihat pada aktifitas "specialist traders" di New York Stock Exchange yang menjalankan fungsi broker dan dealer sekaligus.

Berdasarkan pengklasifikasian jenis pasar yang terorganisasi di atas, terlihat bahwa *OTC Market* adalah bagian dari bursa utama. Namun karena dikelola oleh para dealer yang mempunyai jaringan nasabah yang sangat luas, maka sangat mungkin *OTC* dapat dikelola seperti traditional stock exchange pada umumnya. Saat ini, di Amerika Serikat *OTC Market* ini diakui sebagai pasar alternatif yang merupakan bagian dari bursa utama.³²

Over the counter Market yaitu menggambarkan saham atau perdagangan yang tidak terjadi di bursa. Sangat sering, pasar *OTC* termasuk efek yang sangat kecil dan tidak diperdagangkan di bursa karena mereka tidak memenuhi persyaratan kapitalisasi pasar. *OTC* sekuritas secara teoritis dapat diperdagangkan secara informal (satu dapat berdiri di sudut jalan dan menjual / saham), tetapi istilah biasanya mengacu pada surat berharga yang diperdagangkan melalui jaringan dealer.³³

²⁸ Tim Studi Pengawasan di Luar Bursa di Indonesia, *Op.Cit*, Hlm. 2.

²⁹ The American Heritage Dictionary of the English Language, Fourth Edition 2000 by Houghton Mifflin Company. Updated in 2009. Published by Houghton Mifflin Company. Dalam <http://www.thefreedictionary.com/over-the-counter>, diakses pada hari Selasa, 5 Februari 2013.

³⁰ Collins English Dictionary dalam <http://www.thefreedictionary.com/over-the-counter>, diakses pada hari Selasa, 5 Februari 2013.

³¹ Dalam www.econ.iastate.edu/tesfatsi/tesfatsi@iastate.edu.

³² Tim Studi Pengawasan di Luar Bursa di Indonesia *Op.Cit.*, Hlm.11-12.

³³ Farlex Financial Dictionary, 2012 Farlex, Inc. dalam <http://www.investopedia.com/terms/o/otc.asp>, diakses pada hari Selasa, 5 Februari 2013.



Singapore Stock Exchange (SGX) adalah bursa efek Singapore yang telah menerapkan *full electronic trading, floorless, dan borderless*, dimana keseluruhan transaksi efek telah berbasis internet yg tidak lagi menggunakan lantai bursa. SGX adalah bursa pertama didunia yang didemutualisasi dan sudah terintegrasi dengan bursa efek di wilayah Asia Pasific. Pemodal dapat mentransaksikan efek tercatat di SGX dimanapun investor berada melalui system/ situs anggota bursanya (internet) yang terhubung dengan *trading engine* di bursa. Sebelum transaksi disampaikan ke Bursa pada system perusahaan efek, terlebih dahulu dilakukan verifikasi *trading limit* serta kecukupan kepemilikan efek dan dana pada rekening nasabah yang bersangkutan. Sekarang ini, SGX telah membangun system *SGX-link*, yg menjadikan SGX sebagai multilateral *cross border trading gateway*. Pada tahap awal sebanyak 99 saham yg tercatat di SGX dapat ditransaksikan oleh investor ASX (*Australia Stock Exchange*), demikian juga sebaliknya.³⁴

Disamping spot market SGX juga memiliki pasar yang khusus memperdagangkan produk-produk derivative yang ditujukan bagi kegiatan lindung nilai (*hedging*). *SGX derivative trading division* berawal dan tumbuh di *Singapore international Monetary Exchange (SIMEX)* pada tahun 1984 dan merger dgn SGX pada tahun 1999. Produk yang diperdagangkan termasuk *future, option on interest rate, stock index, energy dan commodities*.³⁵

Sedangkan di Amerika Serikat khususnya di NASDAQ dalam pelaksanaannya seperti halnya NYSE, Nasdaq juga memiliki aturan-aturan yang harus dipatuhi oleh anggotanya, seperti standar minimal keterbukaan informasi, nilai minimal kapitalisasi pasar, keharusan laporan keuangan, dan lain-lain., namun kualitasnya tidak seperti NYSE. Dalam industri pasar modal yang sudah maju seperti Amerika Serikat transaksi di luar bursa sudah dikelola dengan baik, dalam arti telah terorganisir berdasarkan pengaturan dan pengawasan yang jelas. Pengertian transaksi di Luar Bursa yang terdapat di Amerika lebih dikenal dengan istilah *Over the counter (OTC)*.³⁶

Dilihat dari aspek perdagangan pasar, Nasdaq menggunakan *fully automated with multiple automatic execution dan order delivery systems*, seperti SOES dan SelectNet, sementara pada pasar OTCBB transaksi dilaksanakan manual. Dalam hal terjadi transaksi yang cukup tinggi, maka diperlukan waktu banyak untuk melaksanakan pesanan nasabah. Pada kondisi seperti ini, pemodal harus lebih berhati-hati karena ketika order belum dilaksanakan harga jual maupun beli dapat berubah-ubah dalam tempo amat cepat.

Secara struktural, Hongkong memiliki tiga pilar pengaturan di bidang pasar modal. Pertama adalah *operator market*, yaitu dua bursa efek (*Stock Exchange of Hongkong/SEHK dan Growth Enterprise Market (GEM)*), dan 3 lembaga kliring (*the Hong Kong Securities Clearing Company, the SEHK Options Clearing House Company and the HKFE Clearing Corporation*) dengan *Hongkong Exchanges and Clearing Limited (HKEx)* sebagai perusahaan induk. Dalam pekerjaannya, bursa efek menjalankan fungsi pengaturan melalui penegakan peraturan, dan lembaga kliring melaksanakan fungsi kliring dan penyelesaian berdasarkan pembedaan segmentasi pasar.³⁷

Transaksi di Luar Bursa di Indonesia cukup terorganisasi dengan baik antara lain terjadi pada proses pindah buku di lembaga kliring. Dengan demikian, transaksi tersebut diorganisasi oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (PT KSEI). Proses pemindahbukuan (*trade*) tersebut memang tidak diatur oleh bursa efek, antara lain berupa pemindahbukuan efek dari investor ke perusahaan efek anggota bursa (PE-AB) dalam rangka titip jual, pemindahbukuan untuk keperluan hibah, pemindahbukuan efek antar perusahaan efek oleh investor yang sama, pemindahbukuan efek dari anggota bursa efek ke bank kustodian atau sebaliknya dalam rangka penyelesaian transaksi Bursa.³⁸

Dalam praktek, Transaksi di Luar Bursa yang terorganisasi dengan baik antara lain terjadi pada proses pindah buku di lembaga kliring. Dengan demikian, transaksi tersebut diorganisasi oleh PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (PT KSEI). Proses pemindahbukuan (*trade*) tersebut memang tidak diatur oleh Bursa efek, antara lain berupa pemindahbukuan efek dari investor ke Perusahaan efek Anggota Bursa (PE-AB) dalam rangka titip jual, pemindahbukuan untuk keperluan hibah, pemindahbukuan efek antar perusahaan efek oleh investor yang sama, pemindahbukuan efek dari anggota bursa efek ke bank kustodian atau sebaliknya dalam rangka penyelesaian transaksi Bursa.

³⁴ Tim Studi Pengawasan di Luar Bursa di Indonesia, *Op.Cit.* Hlm.29

³⁵ *Ibid.*,

³⁶ *Ibid.*, Hlm. 16.

³⁷ *Ibid.*, Hlm. 28.

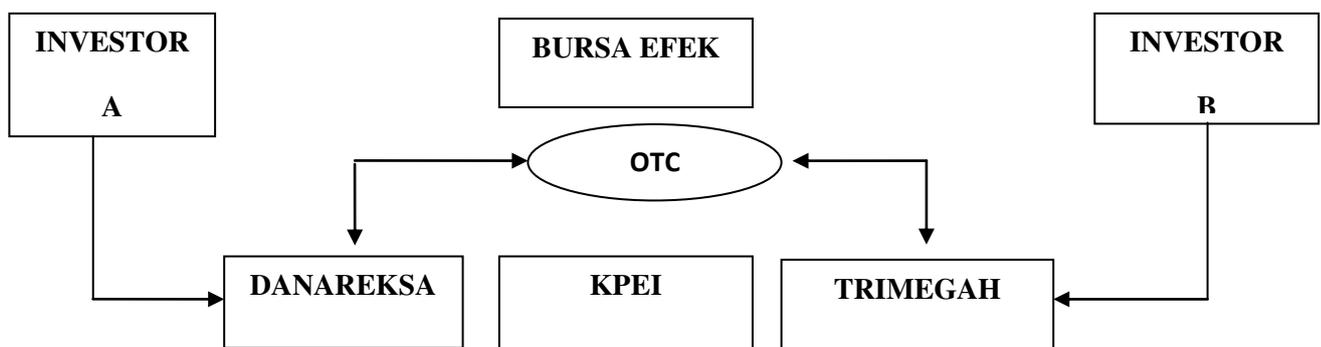
³⁸ *Ibid.*, Hlm. 34.

Hal ini memungkinkan terjadi karena di dalam peraturan BAPEPAM Nomor III.A.10 : tentang Transaksi efek dijelaskan bahwa bursa efek dilarang membuat peraturan yang melarang atau menghalangi emiten atau Biro Administrasi Efek untuk mendaftarkan efek yang diperoleh melalui transaksi di luar bursa atau mensyaratkan bahwa pemindahan efek harus didasarkan pada transaksi bursa, akan tetapi bursa efek dapat melarang anggotanya untuk melaksanakan transaksi di luar bursa atas efek yang tercatat di bursa efek. Bursa efek juga dilarang membuat peraturan yang melarang atau menghalangi perusahaan efek, emiten, biro administrasi efek, atau pihak lain untuk :

1. memindahkan efek dari rekening efek yang satu ke rekening efek yang lain pada atau antar bank kustodian atau perusahaan efek
2. memindahkan efek ke dalam atau keluar penitipan kolektif
3. memindahkan efek menjadi atas nama perusahaan efek atau atas nama lembaga kliring dan penjamin (LKP) untuk digunakan sebagai jaminan; dan
4. mengalihkan efek dalam rangka pinjam-meminjam efek, hibah, warisan, atau putusan pengadilan.

KSEI sebagai Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) dapat berfungsi sebagai penyedia jasa kustodian sentral dan penyelesaian transaksi agar lebih teratur, wajar dan efisien. Sebagai kustodian sentral, KSEI juga menyimpan efek yang terdaftar di dalam program C-BEST walaupun tidak dicatatkan (dellisted) di Bursa efek. Dengan mengakomodir kedua jenis transaksi tersebut, diharapkan dapat memenuhi kebutuhan pemegang rekening KSEI. Adapun jenis transaksi di luar Bursa yang mungkin terjadi dipasar Modal Indonesia adalah sebagai berikut :

Skema 5
Transaksi luar bursa



Keterangan :

1. Investor A memberikan order jual 1 jt AS II kepada Danareksa.
2. Investor B memberikan order beli 1 jt AS II kepada Trimegah.
3. Danareksa dan Trimegah bertransaksi di luar bursa untuk kepentingan investornya masing-masing dan tidak melalui KPEI³⁹.

³⁹ Pada tanggal 21 Oktober 2005 KPEI menapakkan kakinya menuju cakrawala baru, yakni dunia pasar modal yang semakin mengglobal dan tanpa batas, dengan meluncurkan logo baru sebagai tanda penerapan cara berpikir baru dalam menyikapi perubahan tersebut. Logo baru KPEI menyimbolkan tekad untuk mentransformasikan diri menjadi mitra pengimbang sentral (*Central Counterparty*), Lembaga Kliring dan Penjaminan yang lebih modern, profesional, berorientasi ke masa depan dan global. Sebagai institusi yang bertanggung jawab dalam melakukan Pengendalian Risiko (*Risk Management*) di pasar modal Indonesia, KPEI dipercaya untuk mengelola Dana

4. Pemindahbukuan atas penyelesaian transaksi di luar bursa antara Danareksa dan Trimegah dilakukan dengan memanfaatkan pemindahbukuan OTC di KSEI.

Menurut pendapat salah seorang praktisi pasar modal Indonesia, bahwa disamping peraturan yang mendukung dilakukannya transaksi luar bursa, beberapa alasan terjadinya transaksi Efek surat utang di luar bursa adalah sebagai berikut :

1. Menghindari transparansi, yaitu para pihak yang melakukan transaksi yang umumnya bertujuan untuk mengaburkan harga pasar wajarnya;
2. Menghindari pajak, hal ini dilakukan oleh perusahaan yang mengalami baik sebagai pembeli ataupun penjual dengan tujuan dapat memperoleh manfaat pajak tangguhan;
3. Menghindari biaya transaksi, yaitu dengan menggunakan lembaga PT KSEI sebagai penyedia kliring dan penyelesaian, biaya yang ditanggung para pihak hanyalah biaya mutasi per transaksi sebesar Rp. 20.000.

B. Prinsip Keterbukaan sebagai Perlindungan Investor dalam Transaksi Luar Bursa (*Over the Counter*) di Pasar Modal Indonesia

Dalam Pasal 1 angka 7 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995, yang dimaksud dengan informasi atau fakta materiel adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut. Informasi yang harus disampaikan kepada publik adalah informasi yang akurat dan lengkap sesuai dengan keadaan perusahaan.⁴⁰ Pemberian informasi ini berdasarkan pada prinsip keterbukaan, karena prinsip keterbukaan adalah jiwa dari pasar modal. Informasi yang berdasarkan prinsip keterbukaan akan dapat mengantisipasi kemungkinan investor tidak memperoleh informasi atau fakta materiel atau tidak meratanya informasi bagi investor, disebabkan ada informasi yang tidak disampaikan dan bisa juga terjadi informasi yang belum tersedia untuk publik telah disampaikan kepada orang-orang tertentu.⁴¹

Dalam rangka menarik pembeli dan penjual untuk berpartisipasi, pasar modal harus bersifat likuid dan efisien. Pasar modal dikatakan likuid jika penjual dapat menjual surat-surat berharga dengan cepat. Pasar modal dikatakan efisien jika harga dan surat-surat berharga mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat.⁴²

Keterbukaan informasi merupakan salah satu karakteristik khusus yang dikenal dalam bidang pasar modal. Undang Undang nomor 8 tahun 1995 mengamanatkan agar emiten dan atau perusahaan publik senantiasa menjalankan prinsip keterbukaan, yang diimplementasikan melalui penyampaian informasi atau fakta material terkait usaha atau efeknya. Dalam perjalanannya

Jaminan milik industri. Di samping Dana Jaminan, KPEI juga mengelola agunan milik 123 Anggota Kliring yang digunakan sebagai dasar penghitungan *trading limit*. Nilai agunan yang dikelola oleh KPEI setelah *haircut* mencapai Rp 4,2 triliun terdiri dari agunan *off line* senilai Rp 1,3 triliun dan agunan *on line* senilai Rp 2,9 triliun. Kegiatan yang sangat penting di KPEI adalah "Pemantauan Risiko", sebagai bagian dari sistem pengendalian risiko KPEI. Seiring dengan perkembangan aktivitas transaksi di Bursa efek, KPEI dituntut untuk terus meningkatkan kemampuan pengelolaan risiko terkait dengan transaksi bursa. Salah satu upaya yang dilakukan adalah dengan mengadopsi metodologi *Value at Risk* untuk menghitung nilai paparan risiko yang mungkin terjadi secara ekstrim atas penyelesaian transaksi bursa yang dijamin oleh KPEI. Di samping itu KPEI melakukan pembentukan *database* Anggota Kliring termasuk aktivitas transaksi di Bursa efek yang kemudian diterjemahkan dan dirumuskan menjadi batasan normal aktivitas penyelesaian transaksi bursa yang dilakukan oleh Anggota Kliring. Apabila batasan-batasan tersebut terlampaui akan memberikan peringatan dini (*early warning*) kepada KPEI untuk dianalisa dan ditindaklanjuti dengan suatu klarifikasi dari Anggota Kliring bahkan sampai dengan permintaan pemeriksaan (*audit*) oleh Bursa efek dan/atau Bapepam. Dalam *KPEI Financial Statements for The Year Ended December, 31, 2005 and 2004 and Independent Auditors Report*.

⁴⁰ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Op.Cit.*, hlm. 230.

⁴¹ Bismar Nasution, *Op.Cit.*, hlm.1

⁴² Jogiyanto H.M, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 3*, (Yogyakarta : BPFE, 2003), Hlm. 16



emiten dan atau perusahaan publik pasti melakukan bentuk bentuk aksi korporasi (*Corporate Action*), baik berupa pembagian deviden⁴³, penerbitan saham bonus, dan lain sebagainya. Bapepam LK yang kewenangannya telah diganti dengan otorisasi jasa keuangan (OJK) dan Bursa efek telah mengatur agar dalam menjalankan aksi korporasinya Emiten dan atau Perusahaan Publik tetap memperhatikan prinsip keterbukaan guna mencegah adanya kerugian bagi pemangku kepentingan (*stakeholders*).⁴⁴

Begitu pentingnya penerapan prinsip-prinsip keterbukaan (*disclosure*) dalam setiap tahap, sehingga pelanggaran terhadap prinsip-prinsip keterbukaan (*disclosure*) ini akan diberikan sanksi yang tegas, baik sanksi administratif, perdata dan pidana. Sebagaimana diberitakan oleh surat kabar Sinar Harapan hari Rabu tanggal 14 Maret 2007, pihak BAPEPAM-LK menjatuhkan sanksi denda kepada PT. Perusahaan Gas Negara. Surat kabar Kompas hari Jumat tanggal 28 Desember 2007 memberitakan bahwa, pihak BAPEPAM-LK menjatuhkan sanksi kepada para mantan Direksi PT. Perusahaan Gas Negara (PT. PGN) berupa sanksi denda. BAPEPAM-LK menyatakan bahwa PT. Perusahaan Gas Negara telah melanggar prinsip-prinsip keterbukaan (*disclosure*) yaitu memberikan informasi yang tidak benar dan terjadinya perdagangan orang dalam (*insider trading*). Informasi tidak benar dimaksud adalah perihal mengenai rencana volume gas yang dapat dialirkan melalui proyek *South Sumatera-West Java (SWWJ)*. Selanjutnya, pihak BAPEPAM-LK menyatakan; penyidikan berhenti pada pelanggaran administratif, kasus itu tidak akan dibawa sampai ke tindak pidana.⁴⁵

Fakta menunjukkan bahwa harga sekuritas ditentukan oleh informasi yang tersedia. Apabila informasi mengenai perusahaan tertentu adalah positif misalnya perusahaan tersebut memperoleh laba yang luar biasa, maka harga sahamnya akan naik demikian sebaliknya jika informasi negatif yang terjadi. Seseorang yang memiliki informasi eksklusif tersebut berada di posisi yang diuntungkan (*information advantages*). Apabila orang yang memiliki informasi tersebut melakukan transaksi sekuritas berdasarkan informasi maka akan terjadi ketidakadilan di pasar modal.⁴⁶ Maka tidaklah keliru bila kasus-kasus yang terjadi di pasar modal bermula dari adanya pelanggaran prinsip “prinip keterbukaan (*full disclosure*)”.

Pentingnya prinsip keterbukaan dalam Pasar Modal ditekankan oleh hasil studi *International Federation of Stock Exchanges* pada tahun 1998. Disebutkan bahwa dalam rangka menuju milenium ketiga orientasi pengembangan Pasar Modal dunia adalah menciptakan Pasar Modal-Pasar Modal yang likuid dan efisien. Untuk mewujudkan kondisi yang demikian, Pasar Modal dimana-mana cenderung meningkatkan hal-hal yang antara lain terkait dengan keterbukaan.⁴⁷ Hasil riset *International Organization of Securities Commission (IOSCO)*, mengungkapkan bahwa

⁴³ Dividen merupakan salah satu keputusan penting untuk memaksimalkan nilai perusahaan disamping keputusan investasi dan struktur modal (keputusan pemenuhan dana). Manajemen mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (*Earning After Tax*) perusahaan yaitu : Dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*). Biasanya sebagian EAT (*Earning After Tax*) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, olehkarena itu manajemen harus membuat kebijakan (*dividen policy*) tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba ditahan yang akhirnya mengurangi sumber dana intern yang akan mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana intern dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan .

⁴⁴ Alexander Lay Dkk, *Ikhtisar Ketentuan Pasar Modal*, Jakarta, The Indonesia Netherlands National Legal Reform Program (NLRP) 2010, hlm.1033. Dalam http://www.ercolaw.com/index.php?option=com_content&view=article&id=58:keterbukaan-informasi-di-pasar-modal&catid=25:the-project&Itemid=50. Diakses pada Selasa 9 April 2013.

⁴⁵ Sinar Harapan hari Rabu tanggal 14 Maret 2007 dan Kompas hari Jumat tanggal 28 Desember 2007

⁴⁶ Yulfasni. *Ibid.*, hlm.74.

⁴⁷ Badan Pengawas Pasar Modal, *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004*, (Jakarta: Bapepam-LK, 1999) hlm. 8.

Pasar Modal yang mengembangkan sistem yang aman dan efisien terbukti lebih menarik bagi investor domestik maupun asing.⁴⁸

Para investor selalu aktif mengumpulkan berbagai informasi dan memanfaatkannya untuk memahami harga-harga saham dalam pasar sekunder, informasi yang dikumpulkan tersebut adalah informasi yang mengandung fakta material. Suatu informasi yang tidak lengkap, tidak akurat dan tidak *up to date* akan memberikan bahan analisis yang menyesatkan, sehingga dapat menimbulkan kesalahan dalam mengambil keputusan investasi dari investor. Kesalahan ini besar kemungkinannya akan menimbulkan kerugian bagi para investor. Apabila hal ini berlanjut terus maka kiranya sulit untuk mengajak para investor untuk datang ke pasar modal dan bahkan tidak tertutup kemungkinan para investor yang telah terjun di pasar modal menarik diri dan menginvestasikan dananya pada media investasi lain.

Dengan adanya fakta material yang diperoleh masyarakat investor secara benar dari pihak emiten, maka hal tersebut memposisikan calon investor pada posisi adil, artinya setiap "pemain" dibursa mempunyai hak yang sama dalam memutuskan untuk menjual atau membeli saham perusahaan tertentu. Posisi berimbang tersebut secara tidak langsung dapat mengontrol pasar dari praktek penipuan, manipulasi pasar maupun *insider trading* yang hanya akan menguntungkan pihak-pihak tertentu saja.⁴⁹

Adapun tujuan ditegakkannya prinsip keterbukaan di Pasar Modal sedikitnya ada 3 (tiga) yang akan diuraikan berikut ini.

1. Menjaga Kepercayaan Investor

Tujuan pertama adalah menjaga kepercayaan investor. Pelaksanaan prinsip keterbukaan guna meningkatkan kepercayaan investor atau publik terhadap pasar modal adalah sangat penting karena jika terjadi krisis kepercayaan atau ketidakpercayaan investor terhadap pasar modal dan perekonomian maka investor akan menarik modal mereka dari pasar yang pada gilirannya mengakibatkan pelarian modal (*capital flight*) secara besar-besaran yang dapat mengakibatkan hancurnya pasar modal (bursa saham). Sebab ketiadaan keterbukaan atau tertutupnya informasi akan menimbulkan ketidakpastian bagi investor.⁵⁰ Untuk mengantisipasi keadaan yang demikian, maka peraturan prinsip keterbukaan harus ditegakkan karena peraturan prinsip keterbukaan secara substansial dapat memberikan informasi pada saat-saat yang telah ditentukan dan yang lebih penting peraturan prinsip keterbukaan mengatur tentang pengawasan, waktu, tempat dan dengan cara bagaimana perusahaan melakukan keterbukaan.⁵¹ Pembenaan prinsip keterbukaan untuk menjaga kepercayaan investor sejalan dengan pengembangan pasar modal di Indonesia yaitu agar kualitas informasi semakin terpercaya dan semakin tepat waktu sehingga akses investor terhadap informasi semakin terbuka luas dan biaya untuk memperoleh informasi semakin murah.⁵²

2. Tujuan kedua prinsip keterbukaan adalah menciptakan pasar yang efisien.

Menurut *Coffee*, pasar yang efisien berkaitan dengan sistem keterbukaan wajib dan kepentingan investor individu. Hal itu dikemukakan *Coffee* karena menurutnya, sistem keterbukaan wajib berusaha menyediakan informasi teknis bagi analis saham dan profesional pasar dan mereka merupakan daya penggerak pasar yang efisien disamping itu keterbukaan yang dilakukan secara terinci bagi investor individu sangat membantu dalam melakukan analisis fundamental atas suatu tingkat risiko portfolio.

Dalam suatu pasar yang efisien, seluruh informasi publik yang disampaikan secara cepat dan penuh (*timely and fully disclosed*) akan dicerminkan dalam harga saham. Sebagai ilustrasi, pengumuman tentang keuntungan suatu perusahaan merupakan suatu informasi yang sangat

⁴⁸ *Ibid.*, hlm 24.

⁴⁹ Lihat pasal 90-98 Undang-Undang Pasar Modal

⁵⁰ John C. Coffee, Jr, Op.Cit. hlm.737, Dikutip dari Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, (Jakarta:Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001). hlm.28

⁵¹ Frank H. Easterbrook dan Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press:Cambridge, Massachusstes, London) 1996, hlm.296. Dikutip dari Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, (Jakarta:Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001). hlm.28.

⁵² Bismar Nasution, *Loc.Cit.*,

bernilai. Apabila pengumuman itu dilakukan dalam kondisi pasar saham tidak efisien, maka informasi mengenai keuntungan perusahaan itu tidak serta merta segera terrefleksikan pada harga saham perusahaan yang bersangkutan. Mengukur efisiensi harga saham suatu perusahaan dapat dilakukan dengan cara menganalisis reaksi terhadap harga saham setelah pengumuman tentang informasi keuntungan perusahaan tersebut dilakukan. Tingkat efisiensi harga suatu saham adalah hasil kompetisi dalam pasar modal terhadap saham tersebut. Penggerak efisiensi adalah berkaitan dengan faktor-faktor yang mencerminkan dan memfasilitasi kompetisi tersebut seperti antara lain ketersediaan informasi terhadap saham, biaya transaksi saham dan volume perdagangan.

3. Tujuan ketiga prinsip keterbukaan adalah perlindungan terhadap investor.

Menurut Ary Suta,⁵³ perlindungan investor merupakan satu kata kunci di Pasar Modal. Perlindungan merupakan kebutuhan dasar investor yang harus dijamin keberadaannya. Ini penting dan mutlak, karena bagaimana mungkin investor bersedia menanamkan dananya jika tidak ada jaminan perlindungan terhadap Investasinya.

Pasar Modal yang wajar (*fair*), teratur dan efisien adalah Pasar Modal yang memberi perlindungan kepada investor publik terhadap praktek bisnis yang tidak sehat dan tidak jujur. Sedangkan investasi merupakan suatu proses yang menyangkut risiko. Perlindungan yang dapat diberikan regulator (pemerintah melalui Bapepam yang sekarang kewenangannya diberikan kepada OJK dan sekarang telah diberikan fungsinya kepada Otoritas Jasa Keuangan sebagai regulator) dalam suatu kegiatan bisnis adalah menjamin investor memperoleh informasi yang lengkap mengenai risiko yang dihadapi. Risiko selalu terkait dengan tingkat ekspektasi imbal balik dari suatu investasi atau lazim disebut *return on investment*.

Investor di pasar modal sudah seharusnya memperhatikan fluktuasi harga saham dengan melakukan analisis berdasarkan data/informasi keuangan dan non keuangan dari emiten, kondisi mikro ekonomi mengenai penawaran dan permintaan pasar dan faktor lain-lain yang mempengaruhi atau dipengaruhi kondisi perekonomian makro seperti misalnya tingkat inflasi, tingkat suku bunga baik di dalam negeri maupun yang datang dari eksternal (regional maupun global).⁵⁴

Aspek keterbukaan adalah ciri khas yang melekat pada pasar modal mana pun di dunia ini, meskipun harus diakui bahwa keterbukaan informasi ini pula yang membuat banyak perusahaan keluarga yang pada umumnya tertutup menjadi enggan melakukan *initial public offering*. Bentuk keterbukaan dan perlindungan pemodal untuk transaksi efek baik melalui bursa efek (*Exchange trades*) ataupun transaksi di luar bursa efek (*non-Exchange trades*) Indonesia diperoleh melalui Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya.⁵⁵

Peraturan mengenai keterbukaan mengenai Emiten baik yang sahamnya tercatat di Bursa efek maupun yang tidak tercatat dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya tidak ada perbedaan sama sekali. Misalnya Peraturan tentang Kewajiban penyampaian Laporan Berkala seperti Laporan Keuangan Tahunan dan Laporan Keuangan Tengah Tahunan serta Laporan Tahunan. Namun informasi mengenai harga saham terutama untuk saham yang tidak tercatat di bursa efek tidak dapat diakses oleh pemodal karena informasi tersebut tidak ada dibursa.

Disamping kewajiban penyampaian laporan berkala emiten dan perusahaan publik juga diwajibkan menyampaikan laporan kejadian insidental yang diatur dalam Peraturan No.: X.K.1 tentang Keterbukaan Informasi Yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik, yang antara lain menyebutkan bahwa setiap perusahaan publik atau emiten yang pernyataan pendaftarannya telah menjadi efektif, wajib menyampaikan kepada Bapepam yang sekarang kewenangannya diberikan kepada OJK dan mengumumkan kepada masyarakat secepat mungkin, paling lambat akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah keputusan atau terjadinya suatu peristiwa, informasi atau fakta material yang mungkin dapat mempengaruhi nilai efek perusahaan atau keputusan investasi pemodal.

C. Bentuk-Bentuk Penyelewengan yang Terjadi di Transaksi Luar Bursa (*Over The Counter*) dan Urgensi Pembentukan Peraturan Mengenai Transaksi Luar Bursa (*Over The Counter*)

⁵³ I Putu Gede Ary Suta, *Op.Cit.*, hlm. 91.

⁵⁴ *Ibid.*, hlm.92

⁵⁵ Tim Studi Pengawasan di Luar Bursa di Indonesia, *Op.Cit.*, hlm. 38.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh penulis ke beberapa pialang, kebanyakan dari broker atau perusahaan pialang tidak mengetahui tentang transaksi luar bursa atau *over the counter* (OTC). Kebanyakan dari mereka juga tidak mengetahui tentang peraturan mengenai transaksi luar bursa. Padahal hampir setiap hari para pialang dan broker tersebut melakukannya. Mereka sering melakukan transaksi langsung dengan pialang atau broker lain dan juga bisa langsung pada investor tanpa melalui bursa efek.⁵⁶

Alasan yang diambil oleh para pelaku pasar modal beragam mulai dari keinginan atau permintaan nasabah, keringkasan prosedur atau menghindari prosedur rumit di dalam bursa saham, permintaan investor, menghindari prinsip keterbukaan, praktis serta efisiensi waktu.⁵⁷ Jawaban ini sejalan dengan jawaban investor yang terdapat dalam penelitian yang dilakukan oleh BAPEPAM, yaitu Berdasarkan hasil kuesioner terlihat 5 *pelaku transaksi luar bursa (over the counter)*(7,2%) menjawab karena alasan ekonomis, 6 *pelaku transaksi luar bursa (over the counter)*(8,7%) menjawab karena alasan efisien, 25 *pelaku transaksi luar bursa (over the counter)*(36,2%) menjawab karena amanat nasabah, dan 33 *pelaku transaksi luar bursa (over the counter)*(47,8%) menjawab pertanyaan terbuka dimana 7 *pelaku transaksi luar bursa (over the counter)*(10,1%) menjawab bervariasi meliputi dari alasan penambahan pendapatan, faktor kemudahan dan hanya pada penawaran terbatas. Adapun sisi positifnya adalah bahwa transaksi luar bursa dapat menampung transaksi dalam jumlah yang besar tanpa harus menimbulkan kepanikan bagi pelaku pasar lainnya. Sebagai contoh, bahwa perusahaan yang sudah memperoleh manfaat pajak tangguhan tetapi mengalami kerugian, ini dapat dijadikan sebagai alternatif tempat beraktivitas sehingga terhindar dari keharusan melakukan tambahan pembayaran pajak final atas transaksi yang dilakukan di bursa.⁵⁸

Namun, baik hasil penelitian BAPEPAM maupun hasil wawancara penulis sebagian besar transaksi luar bursa dilakukan berdasarkan pesanan/ kepentingan nasabah. Hal ini dapat diasumsikan bahwa *pelaku transaksi luar bursa (over the counter)* yang sebagian besar adalah perusahaan efek anggota bursa (PE-AB) lebih banyak menjalankan fungsi broker yang mementingkan aspek keamanan tanpa kehilangan fee, daripada mengambil posisi baik jual maupun beli atas untuk portfolio sendiri. Sementara, pihak investor yang mengajukan order transaksi luar bursa ini dianggap dapat mengakomodasi apapun kepentingan mereka.

Sebagian saham-saham yang ditransaksikan di luar bursa adalah saham-saham yang tercatat di bursa, namun tetap berpedoman pada kurs yang terjadi lantai bursa. Sedangkan nilai buku pada umumnya adalah untuk saham-saham perusahaan yang delisted, dan nilai nominal untuk saham-saham perusahaan publik. Sementara, untuk *pelaku transaksi luar bursa (over the counter)* yang tidak memberikan jawaban hanya dapat diduga memiliki kecenderungan untuk meng-hindarkan diri dari aspek keterbukaan, terutama menyangkut masalah harga dan perpajakan.⁵⁹

Transaksi di luar bursa pada umumnya dilakukan berdasarkan kontrak tertulis sebagai pilihan yang terbaik kendati masalah pemenuhan kewajibannya sangat bergantung pada itikad baik para pihak. Meskipun mengandung resiko kegagalan yang cukup tinggi karena berbagai faktor seperti ketimpangan dan/atau keterbatasan informasi yang dinilai dapat mempengaruhi keputusan para pihak, nyatanya ada saja pihak yang berani melakukan transaksi luar bursa bahkan dalam volume yang cukup signifikan hanya dengan mengandalkan aspek kepercayaan dan kesepakatan karena sudah saling kenal.

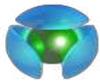
Transaksi luar bursa atau *Over the counter (OTC) Market* menurut pengertian di pasar modal secara umum adalah pasar yang tidak memiliki tempat tertentu bagi pertemuan pembeli dan penjual dalam melakukan transaksi. Di beberapa negara maju seperti Amerika Serikat, Hongkong dan Singapura, *OTC Market* adalah Efek yang tidak diperdagangkan pada bursa efek, yang umumnya disebabkan tidak dapat memenuhi persyaratan *listing* di bursa efek. Efek yang diperdagangkan di *OTC Market* pada umumnya beresiko tinggi karena masih tergolong perusahaan yang belum memiliki pertumbuhan yang stabil. Demikian pula dengan Online

⁵⁶ Kutipan Wawancara kepada Future Green Indonesia, Salam Sejahtera Indonesia, Pratama Investindo dan Monex, (Medan: Juni-Juli 2013).

⁵⁷ Kutipan Wawancara kepada Future Green Indonesia, Salam Sejahtera Indonesia, Pratama Investindo dan Monex, (Medan: Juni-Juli 2013).

⁵⁸ *Ibid.*, Hlm.61.

⁵⁹ *Ibid.*, Hlm.63



Dictionary OTC Market, menyebutkan bahwa: " a stock exchange where securities transactions are made via telephone and computer rather than on the floor of an exchange."

Berhubung transaksi luar bursa atau *over the counter* (OTC) belum masuk dalam kewenangan BAPEPAM, sehingga tidak ada badan pengawas yang dapat mengawasi transaksi ini. Ditambah lagi ketidaksempurnaan dari peraturan yang mengatur kegiatan transaksi ini membuat banyak celah bagi para pelaku transaksi luar bursa atau *over the counter* (OTC) untuk melakukan penyelewengan. Menurut hasil wawancara yang dilakukan oleh penulis yang sering diselewengkan adalah data informasi emiten dan nilai efek. Sehingga sering terjadi insider trading. Tetapi ketidaklengkapan informasi tersebut sering diabaikan karena dianggap tidak terlalu penting dibandingkan dengan efisiensi waktu yang dapat disingkatkan.

Transaksi diluar bursa juga belum menganut *good delivery* sebagaimana dimanatkan dalam IOSCO resolution. Pada transaksi luar bursa, broker juga sering menetapkan harga bursa efek dan obligasi perusahaan yang harganya berpedoman pada nilai pari yang sesuai. Sehingga kadang ada tindakan manipulatif.

Selain hal-hal diatas terdapat juga penyelewengan pada perjanjian yang dibuat oleh para pihak. Karena ketiadaan pengaturan yang jelas yang menjadi standar pembuatan perjanjian dalam transaksi luar bursa membuat broker membuat perjanjian dengan standar baku yang seringkali mengabaikan hak investor karena mengejar fee sebagai perusahaan perantara.

Dari aspek mekanisme transaksi diketahui efek yang ditransaksikan oleh pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) adalah efek yang juga diperdagangkan di bursa efek dan obligasi perusahaan yang harganya berpedoman pada nilai pari. Penyelesaian transaksi umumnya dilakukan melalui PT KSEI, dan hampir semua pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) atau 52% mencatat semua transaksi diluar bursa dengan menempatkan orang yang bertanggung jawab atas semua transaksi di luar bursa. Pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) yang melakukan transaksi di luar bursa mayoritas dilakukan oleh Perusahaan efek yang juga anggota bursa (PE-AB) dan telah terjadi peningkatan sebesar 50% dari tahun 2001 sampai dengan tahun 2002. Selain itu dengan diketahuinya bahwa belum adanya bentuk jaminan kerugian atas kegagalan transaksi yang diberikan oleh responden, baik akibat gagal bayar atau gagal serah, meskipun transaksi berdasarkan kontrak tertulis. Hal ini menunjukkan bahwa transaksi diluar bursa belum menganut *good delivery* sebagaimana dimanatkan dalam IOSCO resolution. Oleh karena itu perlu diupayakan peningkatan perlindungan kepada investor yang melakukan transaksi di luar bursa.

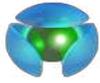
Dari aspek pengawasan, meskipun transaksi diluar bursa umumnya mengacu pada Peraturan Bapepam Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek, berpedoman pada harga kurs bursa, menempatkan orang yang bertanggungjawab, diselesaikan melalui PT KSEI dan berdasarkan kontrak tertulis, dapat dijadikan sebagai bahan pemeriksaan untuk kepentingan pengawasan oleh Bapepam, akan tetapi belum optimal untuk pengawasan *transaksi day to day*. Hal ini dikarenakan belum ada peraturan yang mengatur kewajiban *post trading report* bagi pelakunya.

Dari aspek keterbukaan dan perlindungan pemodal, mayoritas pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) menganggap Peraturan Bapepam nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek belum terlalu mengakomodir transaksi di luar bursa. Dengan dilakukannya pencatatan transaksi di luar bursa, penyediaan informasi mengenai emiten dan penempatan orang yang bertanggung jawab adalah merupakan bagian bentuk keterbukaan dan perlindungan yang diberikan mayoritas pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) kepada nasabahnya.

Jika dilihat dari aspek keterbukaan informasi dan perlindungan terhadap investor, semua pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) mengharapkan adanya peraturan yang jelas dan rinci sesuai dengan keinginan para pelaku. Sementara terhadap aspek pengawasan, semua pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) memberikan saran mengenai peranan OJK selaku otoritas pasar modal di Indonesia dalam hal menyediakan aturan transaksi di luar bursa yang rinci dan jelas dan pengenalan transaksi di luar bursa kepada pelaku pasar modal di Indonesia.

Kondisi ini menunjukkan bahwa transaksi yang dilakukan pelaku pasar modal umumnya melalui bursa efek, dengan pertimbangan aspek keamanan dan perlindungan. Disamping itu pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) menyadari bahwa untuk melakukan transaksi di luar bursa selain diperlukan pengetahuan dan wawasan juga keberanian.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) menginginkan adanya landasan hukum beserta peraturan pelaksanaannya yang lebih jelas dan rinci. Peraturan III.A.10 tentang Transaksi Efek belum mengakomodasi aspek mekanisme, keterbukaan dan perlindungan investor serta pengawasan transaksi di luar bursa sebagaimana diinginkan oleh pelaku transaksi luar bursa.



IV. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

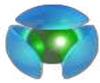
Berdasarkan pembahasan terhadap ketiga permasalahan yang dirumuskan di dalam penelitian ini, maka disimpulkan bahwa :

- a. Peraturan-peraturan di pasar modal Indonesia belum mengatur secara khusus mengenai transaksi luar bursa (*over the counter*). Peraturan BAPEPAM No. III. No.A. 10 tentang Transaksi Efek ada menyinggung keberadaan transaksi luar bursa (*over the counter*) akan tetapi tidak mengatur secara lengkap mengenai transaksi luar bursa (*over the counter*). Keadaan ini menyebabkan para pelaku pasar dan pihak-pihak terkait di transaksi luar bursa (*over the counter*) menerapkan ketentuan dalam Undang-Undang Pasar Modal yang secara khusus ditujukan untuk mengatur transaksi di dalam bursa. Hal ini bisa mengakibatkan ketidakpastian hukum dalam praktek transaksi luar bursa (*over the counter*) dan kurang terlindunginya investor yang melakukan transaksi luar bursa (*over the counter*). Berbeda dengan praktek transaksi luar bursa (*over the counter*) diluar negeri seperti di Amerika Serikat, Hongkong dan Singapura dimana transaksi luar bursa (*over the counter*) diatur secara khusus dalam suatu peraturan tersendiri.
- b. Tidak adanya pengaturan khusus terhadap transaksi luar bursa (*over the counter*) di pasar modal Indonesia menyebabkan tidak adanya pengaturan prinsip keterbukaan sebagai perlindungan investor secara khusus dalam transaksi luar bursa (*over the counter*). Pelaksanaan prinsip keterbukaan dalam transaksi luar bursa (*over the counter*) menggunakan peraturan terkait keterbukaan yang berlaku bagi transaksi didalam bursa. Hal ini menyebabkan kurangnya perlindungan terhadap pelaku pasar dan pihak terkait yang melakukan transaksi luar bursa (*over the counter*). Padahal sistem perdagangan pada transaksi luar bursa lebih rawan terhadap keinginan broker yang seringkali mencari keuntungan dan kurang memperdulikan kepentingan investor.
- c. Bentuk-bentuk penyelewengan yang terjadi di Transaksi luar bursa (*over the counter*) biasanya adalah ketidakakuratan informasi emiten yaitu perusahaan efek lebih banyak menjalankan fungsi broker yang mementingkan aspek keamanan tanpa kehilangan fee, yang sering diselewengkan adalah data informasi emiten dan nilai efek. Sehingga sering terjadi insider trading. Transaksi diluar bursa juga belum menganut *good delivery* sebagaimana dimanatkan dalam *IOSCO resolution*. Pada transaksi luar bursa, broker juga sering menetapkan harga bursa efek dan obligasi perusahaan yang harganya berpedoman pada nilai pari yang sesuai. Sehingga kadang ada tindakan manipulatif. Selain hal-hal diatas terdapat juga penyelewengan pada perjanjian yang dibuat oleh para pihak. Karena ketiadaan pengaturan yang jelas yang menjadi standar pembuatan perjanjian dalam transaksi luar bursa membuat broker membuat perjanjian dengan standar baku yang seringkali mengabaikan hak investor karena mengejar *fee* sebagai perusahaan perantara.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas, maka disarankan agar :

- a. BAPEPAM yang sekarang kewenangannya telah diganti menjadi Otorisasi Jasa Keuangan (OJK) perlu mengeluarkan peraturan yang mengatur tentang transaksi luar bursa (*over the counter*) dengan lebih rinci agar pelaku transaksi luar bursa (*over the counter*) bekerja dengan tepat dan efektif sesuai dengan job desk masing-masing. OJK selaku otoritas perlu mengatur dan mempersiapkan sistim pengawasannya untuk pelaku pasar modal khususnya untuk pelaku pada transaksi luar bursa (*over the counter*).
- b. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) juga perlu mewajibkan broker/perantara untuk secara berkala melaporkan perjanjian yang dibuat dengan investor. Hal ini bertujuan untuk mengawasi secara langsung keterbukaan sebagai perlindungan investor dalam kegiatan transaksi luar bursa. Selain itu OJK juga perlu mewajibkan PT KSEI menyampaikan laporan secara berkala kepada Bapepam mengenai jumlah dan nilai transaksi di luar bursa yang telah diselesaikan melalui sistem PT KSEI.



- c. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) perlu melakukan upaya untuk meminimalisir penyelewengan yang terjadi di transaksi luar bursa (*over the counter*) dengan membentuk peraturan yang mengakomodasi prinsip keterbukaan sebagai perlindungan investor. Sehingga terdapat standarisasi untuk setiap kegiatan yang dilaksanakan pada transaksi luar bursa.

DAFTAR PUSTAKA

Buku

- Alexander Lay Dkk, *Ikhtisar Ketentuan Pasar Modal*, Jakarta, The Indonesia Netherlands National Legal Reform Program (NLRP) 2010, hlm 1033. <http://www.ercolaw.com>
- Arifin, Johar, dan Muhammad Fakhruddin, *Kamus Istilah Pasar Modal, Akuntansi, Keuangan, dan Perbankan*, Jakarta: Elex Media Komputindo, 1999.
- Ary Suta, I Putu Gede, *Menuju Pasar Modal Modern*, Cet.1, Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti, 2000.
- Badan Pengawas Pasar Modal, *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia 2000-2004*, (Jakarta: Bapepam-LK, 1999).
- Balfas, Hamud M, *Hukum Pasar Modal Indonesia* (Penerbit Tata Nusa:Jakarta) 2006.
- Bastian, Indra, *Akuntansi Suatu Pengantar*, (Jakarta:Erlangga, 2007).
- Beaver, William E., *The Nature of Mandated Disclosure*, dalam Richard A. Posner dan Kenneth E. Scott, ed, *Economic of Corporation Law and Securities Regulation*, (Boston, Toronto:Little, Brown&Company, 1980), hlm 317 dikutip dari Bismar Nasution, *Keterbukaan dalam Pasar Modal*, (Jakarta:Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Program Pascasarjana, 2001).
- Easterbrook, Frank H. dan Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* (Harvard University Press:Cambridge, Massachusstes, London) 1996, hlm 296.
- Fleury, Joachim , *The Netherlands*, (Vol. 21. 1981), (University of Pennsylvania Jurnal of International Bussines Law) 1993.
- Fuady, Munir. *Pasar Modal Modern, Tinjauan Hukum*, Bandung: PT. Citra Aditya Bhakti, 2001.
- Gede Ary Suta, I Putu. *Menuju Pasar Modal Modern*, Cet.1, Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti, 2000.
- Gunawan., Johannes. "Kajian Ilmu Hukum Tentang Kebebasan Berkontrak" dalam Sri Rahayu Oktoberina, Niken Savitri, *Butir-butir Pemikiran dalam Hukum Memperingati 70 Tahun Prof.Dr.B.AriefSidharta*, Bandung: Aditama 2008.
- Hadjon, P. M. *Perlindungan hukum bagi rakyat di Indonesia*, PT Bina Ilmu: Jakarta, 1987.
- H.S., Salim. *Hukum Kontrak : Teori & Teknik Penyusunan Kontrak. Cetakan II*, Jakarta : Sinar Grafika, 2004.
- H.M, Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi 3*, Yogyakarta : BPFE, 2003.
- Hufford. D. Brian ,*Deserping Fraud vs Avoiding the 'Strike Suit' : Reaching An Apropriate Balance (Vol. 61, 1995)*, Brooklyn Law Review:Brooklyn.
- Husnan, Suad, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekurita*, Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN, 1994.
- Ikatan Akuntan Indonesia, "*Standar Akuntansi Keuangan: PSAK No.1*", Jakarta : Penerbit Salemba Empat, 2001.
- Indra Bastian, *Akuntansi Suatu Pengantar*, Jakarta:Erlangga, 2007.
- Irsan, M. Nasarudin, dan Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Jakarta:Lembaga Kajian Pasar Modal dan Keuangan Fakultas Hukum Universitas Indonesia dan Kencana, 2007.
- Iswi Hariyani, *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal*. Visimedia: Jakarta 2010.
- James D. Cox, Robert W. Hillman, Donald C. Lagervoort, *Securities Regulation Cases and Materials*, (Boston Toronto, London: Little Brown and Company) 1991.
- Khairandy, Achmad. *Hukum Perdata I B*, Jakarta:PT. Pembimbing Masa, 1969.
- Khairandy, Ridwan. *Itikad Baik dalam Kebebasan Berkontrak. Cetakan II*, Jakarta:Program Pascasarjana Fakultas Huku Universitas Indonesia:2004.



KPEI Financial Statements for The Year Ended December, 31, 2005 and 2004 and Independent Auditors Report.

Long, Mary Beth, *Securities Regulation Rule 10b-5: A Mere Failure to Disclosure, Absent A Duty to Disclosure Non Public Information, Does Not Constitute A Violation of Rule 10b-5 or Section-10(b)-Chiarella v. (Vol. 21)*, Santa Clara Law Review:United States, 445U.S. 222) 1980.

Mansyur, Umaran, *Teknik Perdagangan Efek di Bursa Efek Indonesia*, Jakarta: Aksara Kencana, 1986.

M. Irsan Nasarudin, S.H., dkk, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Jakarta: Kencana, Cetakan Ke-5, Juli, 2008.

Nasaruddin, M. Irsan, dan Indra Surya, *Pasar Modal (Penawaran Umum Dan Permasalahan)*, Bandung : PT. Citra Aditya Bakti, 2000.

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

PT. Dana Reksa (Persero), *Informasi dan Data Pasar Modal*, PT. Dana Reksa : Jakarta, 1987.

Riphat, Marzuki Usman Singgih, dan Syahrir Ika, *Pengetahuan Pasar Modal*, Jakarta: Jurnal Keuangan dan Moneter, 1997.

Rokhmatussa'dyah Ana dan Suratman, *Hukum Investasi dan Pasar Modal*, (Jakarta: Sinar Grafika, 2009).

Ruru, Bacelius, *Pasar Modal Indonesia*, Yogyakarta: Pasca Deregulasi Paket Desember 1990.

Samsul, Mohamad, *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*, Jakarta: Erlangga, 2006.

Sjahputra Tunggal, Iman, *Tanya-Jawab Aspek Hukum Pasar Modal di Indonesia*, Jakarta: Harvarindo,2000.

Simatupang, Mangasa, *Pengetahuan Praktis Investasi Saham dan Reksadana*, Mitra Wacana Media:Jakarta, 2010.

Situmorang, M. Paulus, *Pengantar Pasar Modal*, (Jakarta: Mitra Wacana Media, 2008)

Skousen , *Pengantar Akuntansi Keuangan*, Salemba Empat:Jakarta, 2007.

Seokanto, Soerjono, *Ringkasan Metodologi Penelitian Hukum Empiris, Indonesia*, Jakarta: Hilloco, 1990.

Soekanto Soerjono, dan Sri Mumadji, *Penelitian Hukum Normatif Suatu Tinjauan Singkat*, Jakarta:Rajagrafindo Persada, 2001.

Soemantri ,Widowati, *Pelaksanaan Prinsip Keterbukaan di dalam Pasar Modal dalam Rangka Perlindungan Investor, Tesis* ,FH UI:Jakarta, 2010.

Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal, Edisi Keempat*, Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN, 2004.

Sumantoro, *Pengantar tentang Pasar Modal Di Indonesia*, Jakarta: Ghalia Indonesia, 1990.

Suryodiningrat, R. M., *Perikatan-perikatan Bersumber Undang-Undang*, Tarsito:Bandung 1980.

Suherdi Judokusumo, *Pengantar Derivatif dalam Moneter Internasional*, Jakarta:Grasindo, 2007,

Tjeger, I Nyoman. *Pokok-Pokok Materi Undang-Undang Pasar Modal*, Bali: Universitas Udayana, 1997.

Vonny Dwiynti, *Wawasan Bursa Saham*, Yogyakarta: Universitas Atmajaya, 1999.

Waluyo, Bambang. *Penelitian Hukum dalam Praktek*, Sinar Grafika:Jakarta, 1996.

Widoatmodjo , Sawidji, (I), *Teknik Memetik Keuntungan Di Pasar Bursa Efek*, Jakarta: Rineka Cipta, 1996.

_____ (II), *Cara Cepat Memulai Investasi Saham*, Jakarta : PT. Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia, 2004.

Winarto, Jaso. *Pasar Modal Indonesia Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ*, Jakarta: Pustaka Sinar Harapan, 1997.

Wiyono, Slamet . *Cara Mudah Memahami Akuntansi Perbankan Syariah, Berdasarkan PSAK dan PAPSII*. Jakarta : PT. Gramedia Widiasarana. Indonesia. 2005.

Yulfasni, *Hukum Pasar Modal*, Jakarta: Badan Penerbit Iblam, 2005.

Zulkifli, Sunarto. *Dasar-dasar Akuntansi Perbankan Syariah*, 2003.

Perundang-undangan



UUD 1945

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995.

Kitab Undang Undang Hukum Pidana, [Wetboek van Strafrecht], diterjemahkan oleh R. Soesilo, Cet. Ulang, Bogor: Politeia, 1996.

Kitab Undang Undang Hukum Perdata

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

Peraturan Bapepam Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek

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

Peraturan No.: X.K.1 tentang Keterbukaan Informasi Yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik

Peraturan No.: X.K.5 : Keterbukaan Informasi Bagi Emiten atau Perusahaan Publik Yang Dimohonkan Pernyataan Pailit

Peraturan No.: X.M.1 tentang Keterbukaan Informasi Pemegang Saham Tertentu

Peraturan Nomor X.K.4 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran

Umum

Peraturan Nomor X.K.6. tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Tahunan bagi Emiten atau Perusahaan Publik

Peraturan Nomor X.K.7.Tentang Jangka Waktu Penyampaian Laporan Keuangan Berkala dan Laporan Tahunan bagi Emiten atau Perusahaan Publik yang Efeknya Tercatat di Bursa Efek di Indonesia dan di Bursa Efek di Negara Lain.

Peraturan Nomor IX.C.11.Tentang Peningkatan Atas Efek Bersifat Utang

Peraturan Nomor X.K.1,Tentang Keterbukaan Informasi yang harus segera diumumkan kepada publik

Peraturan nomor X.K.5 tentang Keterbukaan Informasi bagi emiten atau perusahaan publik yang dimohonkan pailit, hal ini

Peraturan Nomor X.M.1.tentang Keterbukaan informasi tentang Keterbukaan Informasi Pemegang Saham Tertentu

Jurnal, Laporan dan Majalah

Kontan, Nomor. 34 Tahun II, tanggal 25 Mei 1998, Hlm. 22

Nasir, Mohamad. "Analisis Kecukupan Peraturan Perlindungan Investor Pasar Modal, Studi Kasus Kebijakan Bapepam " *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, Volume 9, Nomor 1 Maret 2005.

Manurung, Adler Haymans, "Berinvestasi dan Perlindungan Investor di Pasar Modal", *Perbanas Quarterly Review*, Vol. 2 No. 1 Maret 2009, hlm 30.

OTC Bulletin Board

Sinar Harapan hari Rabu tanggal 14 Maret 2007 dan Kompas hari Jumat tanggal 28 Desember 2007

Tim Studi Pengawasan di Luar Bursa di Indonesia, "Studi tentang Pengawasan Transaksi Di Luar Bursa di Pasar Modal Indonesia", 2003, Laporan Hasil Penelitian, Departemen Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Psar Modal Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal Tahun 2003.

Putusan Pengadilan Negeri Jakarta Pusat Perkara Pidana Nomor : 1983/Pid.B/2006/PN.JKT.PST tanggal 29 Mei 2007.

Jurnal dan Website

<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrotc.shtml>,

www.otcqx.com.

<http://www.ksei.co.id/content.asp?id=2&no=1&bhs=I>

<http://www.ksei.co.id/content.asp?id=2&no=1&bhs=I>

Mifflin Company. Updated in 2009. Published by Houghton Mifflin Company. Dalam <http://www.thefreedictionary.com/over-the-counter> ,

Collins English Dictionary dalam <http://www.thefreedictionary.com/over-the-counter> , www.econ.iastate.edu/tesfatsi/tesfatsi@iastate.edu.

The American Heritage Dictionary of the English Language, Fourth Edition 2000 by Houghton



<http://www.investopedia.com/terms/o/otc.asp>

H & R Block Glosarium, dalam <http://www.investopedia.com/terms/o/otc.asp>

<http://www.legalitas.org>

<http://www.belajarinvestasi.net/saham/kamus-istilah-dalam-saham-glossary>

Jakarta-www.bumiputera-capital.com

www.econ.iastate.edu/tesfatsi/tesfatsi@iastate.edu

Farlex Financial Dictionary, 2012 Farlex, Inc.

<http://www.ksei.co.id/>

<http://www.thefreedictionary.com/over-the-counter>

<http://www.investopedia.com/terms/o/otc.asp>

<http://www.bapepam.go.id/old/old/news/Juni2003/BAB%20IIa.pdf>.

<http://id.wikipedia.org>

<http://www.iosco.org/pubdocs/>