

ANALISIS HUKUM DARK POOLS SEBAGAI BENTUK TRANSAKSI EFEK DI LUAR BURSA SAHAM

Taufik Hidayat Lubis

Bismar Nasution, Suhaidi, Mahmud Siregar

(talubis@gmail.com)

ABSTRACT

The development of information technology system is the one of investment increasing factor in a country and capital market has used it nowadays. At the same time, massive demand of market participants as the process of interaction with other market participants which aims to improve the interaction process have been started in using slips and now scripless trading. The need of market participants with information technology systems development grows at the same time, it can be seen how in the 21st century has created a securities transactions known as dark pools. This method conducted off exchange considered one of the ways for investors to trade security in large numbers to get a lot of benefits such as pay off commission to the broker even be able to avoid the tax charge PPn and PPh.

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Kecanggihan sistem teknologi informasi merupakan salah satu kunci daya tarik masyarakat dalam berinvestasi, korelativitas ini semakin terbukti dengan semakin tingginya aktivitas dunia maya melalui perangkat elektronik (*virtual activity*) dalam transaksi di pasar keuangan antara lain dengan menggunakan *mobile phone* dan internet.¹

Seiring berkembangnya teknologi yang memberikan kemudahan di berbagai aspek, penggunaan media elektronik seakan tidak membatasi seseorang untuk melakukan suatu kegiatan apapun termasuk dalam transaksi efek. Fenomena *dark pools* pada saat ini menjadi titik terang atas keberhasilan teknologi dengan cara memanfaatkan *remote trading*² ataupun *online trading*.³

Dark pools berasal dari kata “*dark*” dan “*pools*”. *Dark* mempunyai makna gelap, sedangkan *pools* mempunyai makna kolam. Jika kata-kata tersebut digabung menjadi satu frase akan bermakna kolam gelap. Sama sekali tidak memiliki makna berarti, namun apabila makna *dark pools* dikaitkan dengan pasar modal maka pengertian *dark pools* tidak hanya sekedar makna namun mengarah kepada suatu kegiatan transaksi efek yang telah mencuri banyak perhatian orang termasuk lembaga pengawas pasar modal di seluruh dunia.

Menurut *Securities and Exchange Commission* (SEC)⁴ *dark pools* adalah alternatif sistem perdagangan (ATS: *Alternative Trading System*).⁵ Alternatif sistem perdagangan adalah bentuk sistem perdagangan non-tradisional yang menjadi pelengkap/penunjang dalam perdagangan pasar modal modern.⁶ ATS tidak memerlukan penetapan harga saham secara publik, ATS juga dapat

¹Tim Studi Kesiapan dan Kebutuhan Infrastruktur Perdagangan Efek Secara Online (Online Trading) Biro Transaksi Dan Lembaga Efek Bapepam-LK, “*Laporan Hasil Studi Kesiapan Dan Kebutuhan Infrastruktur Perdagangan Efek Secara Online (Online Trading)*”, 2010, hal. 1

²*Remote trading* merupakan salah satu bentuk *order* saham yang dilakukan oleh perusahaan pialang tanpa harus melalui *floor trader* di Bursa Efek akan tetapi langsung dilakukan dari kantor perusahaan pialang itu sendiri yang langsung terhubung ke Bursa Efek. Sawidji Widodoatmodjo, *Cara Sehat investasi di Pasar Modal: Pengantar menjadi Investor Profesional*, (Jakarta: PT. Alex Media Komputindo, 2012), hal, 47

³*Online trading* adalah mekanisme transaksi efek yang dapat dilakukan melalui telepon kepada *sales* perusahaan efek menjadi *order* yang diinput sendiri oleh investor dengan menggunakan perangkat yang terhubung dengan internet kemudian secara langsung dapat memonitor perkembangan harga di pasar secara *real time*. Tim Studi Kesiapan dan Kebutuhan Infrastruktur Perdagangan Efek Secara Online (*online trading*) Biro Transaksi Dan Lembaga Efek Bapepam-LK, *Op.Cit*, hal, 5

⁴*United States Securities and Exchange Commission* (disingkat *SEC*) atau Komisi Sekuritas dan Bursa Amerika Serikat adalah suatu badan independen dari pemerintah Amerika Serikat yang memiliki tanggung jawab utama untuk mengawasi pelaksanaan dari peraturan-peraturan dibidang perdagangan efek dan mengatur pasar perdagangan pada bursa efek.

⁵Sabrina Buti, Barbara Rindi, dkk, “*Dark Pool Trading Strategies*”, Oktober 2011 dalam http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571416. Diunduh pada tanggal 25 Mei 2014, hal. 3

⁶K.C Brown and Reilly F.K, *Analysis of Investment and Management of Portfolios, 9th Edition*, (Canada: South-Western, 2009), hal. 107.

membatasi jalan masuk ke dalam sistem perdagangan dan ruangan perdagangannya.⁷ Sedangkan menurut Haoxiang Zao, *dark pools* adalah “sistem perdagangan efek yang tidak mempublikasikan nilai jual harga saham. Sistem *dark pools* menawarkan nilai harga jual saham yang baik akan tetapi tidak memberikan garansi adanya proses jual beli (eksekusi)”.⁸ *Dark pools* juga dapat diartikan “sistem alternatif perdagangan di luar bursa yang ditujukan bagi investor institusi besar yang ingin melakukan penjualan dalam jumlah besar (*block sale*). Sistem ini mengakomodasi aksi jual dalam volume besar yang akan dilakukan investor sehingga pada akhirnya akan mengganggu transaksi perdagangan di bursa”.⁹

Dark pools merupakan sistem perdagangan yang berbasis alternatif sistem perdagangan elektronik, sehingga akan mudah memperdagangkan saham seperti perdagangan yang dilakukan di bursa efek.¹⁰ Adanya sistem *matching* atas setiap pesanan investor¹¹ yang kemudian diselesaikan dengan cara *scripless trading* akan memudahkan setiap investor dalam melakukan jual beli efek. Setiap operator penyelenggara *dark pools* memiliki lembaga kliring dan *settlement* atas transaksi efek dengan cara *dark pools*.

Beberapa hal yang membuat *dark pools* begitu diminati karena *dark pools* hanya melibatkan *broker* dan investor, tanpa pelaporan ke bursa efek. Mekanisme transaksi ini pun tergolong berbiaya rendah karena tanpa *fee* transaksi, tidak aneh bila *dark pools* kerap menjadi favorit manajer investasi besar yang lebih menginginkan perdagangan terjadi secara elektronik dalam jumlah besar dengan sistem transaksi berbasis algoritma.¹² Harga yang disepakati pada transaksi *dark pools* bisa saja berbeda jauh dari harga pasar, harga yang terbentuk tanpa transparansi itu dikhawatirkan rawan manipulasi karena transaksi *dark pool* itu merupakan transaksi di bawah tangan, yang tidak jelas pihak-pihak yang bertransaksi dan *fee*-nya lebih murah dibandingkan melalui bursa.

Alasan lain *dark pools* diminati adalah karena memanfaatkan celah peraturan transaksi efek di luar bursa saham (*over the counter/OTC*). OTC atau transaksi efek di luar bursa adalah efek yang tidak diperdagangkan pada bursa efek, yang umumnya disebabkan tidak dapat memenuhi persyaratan *listing* di bursa efek.¹³ Pertumbuhan *dark pools* yang begitu cepat tentunya menimbulkan tanda tanya, apakah kegiatan ini *legal* atau *illegal*. Belum jelas terjawab, namun *dark pools* dianggap memberi dampak negatif terhadap kegiatan pasar modal seperti; merugikan investor dari sisi ketidakterbukaan, dapat mengganggu likuiditas transaksi perdagangan di bursa dan dianggap sebagai media pencucian uang. Di sisi lain *dark pools* memiliki dampak positif seperti; menjaga nilai saham dan investor dapat melakukan transaksi sesuai dengan jumlah yang akan dibutuhkan, memberikan keuntungan terhadap bursa karena transaksi yang dilakukan dalam jumlah yang besar tidak mempengaruhi volatilitas harga dalam aksi perdagangan di bursa dan memberikan keuntungan kepada perusahaan atau emiten atas pemanfaatan prinsip ketidakterbukaan dalam transaksi *dark pools*.¹⁴

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka dalam penelitian ini dirumuskan 3 (tiga) permasalahan yang akan diteliti, yaitu:

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?

⁷CFA Institute, “*Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality*”, November 2012 dalam http://www.cfainstitute.org/ethics/Documents/dark_pools_internalization_and_equity_market_quality_final_issue_brief.pdf. Diunduh pada tanggal 3 Mei 2014, hal. 4

⁸Haoxiang Zao, “*Do Dark Pools Harm Price Discovery*”, 16 November 2013 dalam http://www.mit.edu/~zhuh/Zhu_darkpool.pdf. Diunduh pada tanggal 3 Mei 2014, hal. 1

⁹Inisial (ant/gor), “*BEI: Dark Pool Ganggu Likuiditas Perdagangan*” dalam <http://www.investor.co.id/home/bei-dark-pool-ganggu-likuiditas-perdagangan/44340>, diunduh pada tanggal 16 Maret 2014

¹⁰D. Keith Ross, “*10 Things People Don't Get About Dark Pools*”, Sabtu, 2 Februari 2013 dalam <http://www.cnbc.com/id/100424690>. Diakses pada tanggal 15 Juni 2014

¹¹*Ibid*

¹²Tim BEI, *Loc.Cit*, hal. 3

¹³Tim Studi Pengawasan Transaksi di Luar Bursa di Indonesia, *Studi Tentang Pengawasan Transaksi Di Luar Bursa Di Pasar Modal Indonesia*, 2003, hal 11.

¹⁴Rizkie Fauzian, “*Dark Pool Rugikan Investor, Untungkan Emiten*” <http://economy.okezone.com/read/2012/09/07/278/686695/dark-pool-rugikan-investor-untungkan-emiten>, diunduh pada tanggal 16 Maret 2014

3. Bagaimana pengawasan kegiatan *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa saham berdasarkan peraturan pasar modal di Indonesia?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian rumusan permasalahan di atas maka yang menjadi tujuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui perdagangan efek di luar bursa melalui transaksi *dark pools* dalam peraturan-peraturan pasar modal di Indonesia
2. Untuk mengetahui potensi yang dapat dilanggar oleh *dark pools* sebagai bentuk perdagangan efek di luar bursa di Indonesia
3. Untuk mengetahui pengawasan kegiatan *dark pools* sebagai bentuk perdagangan efek di luar bursa saham di Indonesia berdasarkan peraturan yang ada

D. Manfaat Penelitian

Adapun dilakukan penelitian untuk memberikan manfaat kepada semua, berikut manfaatnya:

1. Manfaat teoritis
Penelitian ini memberikan sejumlah manfaat terhadap para akademisi maupun masyarakat umumnya serta dapat menambah khasanah ilmu hukum pasar modal di Indonesia
2. Manfaat praktis
Penelitian ini memberikan informasi kepada pelaku pasar modal, otoritas jasa keuangan, konsultan hukum pasar modal maupun masyarakat pada umumnya mengenai kegiatan *dark pools* di pasar modal

II. KERANGKA TEORI

Teori yang digunakan dalam penelitian ini salah satunya adalah teori analisis ekonomi atas hukum. Analisis ekonomi atas hukum menurut Posner merupakan pendekatan yang didasari oleh rasionalitas manusia sebagai makhluk hidup yang secara alamiah mencari kepuasan di dalam kegiatan mereka, di sini melibatkan pilihan. Teori analisis ekonomi atas hukum yang dikemukakan Richard A. Posner dibagi menjadi 3 (tiga) bagian, yaitu:

- a. *Wealth maximization* - prinsip efisiensi
- b. *Good law/liberal law - future consideration*
- c. *Behavioral Law and Economy*

Selain teori analisis ekonomi atas hukum, penelitian ini juga menggunakan teori kewenangan. Kewenangan menurut H.D Stoud¹⁵ adalah keseluruhan aturan-aturan yang berkenaan dengan perolehan dan penggunaan wewenang pemerintahan oleh subjek hukum publik di dalam hubungan publik. Suatu kewenangan dilimpahkan kepada institusi harus terlebih dahulu ditentukan dalam peraturan perundang-undangan baik dalam bentuk undang-undang, peraturan pemerintah maupun aturan yang lebih rendah tingkatannya.¹⁶ Sebagai lembaga independen yang berwenang untuk melakukan pengaturan dan pengawasan, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) secara khusus melaksanakan tugasnya terhadap pengawasan pasar modal. Kewenangan tersebut telah diatur di dalam Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.

Pasar modal sangat mengedepankan prinsip keterbukaan dalam proses transaksinya, oleh karena itu prinsip ini menjadi salah satu yang paling utama dalam dunia pasar modal. Keterbukaan (*disclosure*) 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.¹⁷ Prinsip keterbukaan (*disclosure principle*) meliputi 2 (dua) fase yaitu masa sebelum *listing* dan masa sesudah *listing*. Fase sebelum *listing* di mulai pada saat perusahaan ingin melakukan *go public*, dan proses *go public* itu sendiri sudah mengharuskan emiten terbuka. Keterbukaan masa sebelum *listing* umumnya tercermin dari prospektusnya.¹⁸

¹⁵Irfan Fachruddin, *Pengawasan Peradilan Administrasi Terhadap Tindakan Pemerintah*, (Bandung:: Alumni, 2004), hal.4.

¹⁶Salim HS dan Erlies Septiana Nurbani, *Op.Cit*, hal. 184.

¹⁷Pasal 1 angka 25 Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

¹⁸Adrian Sutedi, *Segi-Segi Hukum Pasar Modal*, (Bogor: Ghalia Indonesia, 2009), hal. 98

III. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Transaksi Efek di Luar Bursa Melalui Transaksi *Dark Pools* dalam Peraturan Pasar Modal di Indonesia

Sampai saat ini belum ada peraturan khusus yang mengatur kegiatan perdagangan efek di luar bursa dengan cara *dark pools*,¹⁹ baik dari Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia. Namun peraturan yang mengatur perdagangan di luar bursa efek yang sering disebut dengan istilah *over-the counter* telah diatur dalam Peraturan Bapepam Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek.

Angka 1 huruf d Peraturan Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek menyebutkan bahwa transaksi di luar bursa adalah transaksi antar perusahaan efek atau antara perusahaan efek dengan pihak lain yang tidak diatur oleh bursa efek, dan transaksi antar pihak yang bukan perusahaan efek. Secara definisi transaksi di luar bursa tersebut memiliki persamaan dengan aktivitas yang dilakukan dengan cara *dark pools*, akan tetapi peraturan ini belum cukup untuk mengatur kegiatan *dark pools* yang sifatnya lebih kompleks dibandingkan dengan *over-the counter* pada umumnya.

Peraturan Bapepam Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek pada prinsipnya masih dapat digunakan oleh para investor untuk melakukan transaksi efek di luar bursa dan peraturan ini pula yang dijadikan celah atas minimnya peraturan atas kegiatan *dark pools* di Indonesia. Oleh karena itu peraturan yang masih bersifat umum ini akan tetap digunakan sebagai dasar hukum atas kegiatan *dark pools* di Indonesia

B. Potensi Yang Dapat Dilanggar Oleh *Dark Pools* Sebagai Bentuk Transaksi Efek Di Luar Bursa Di Indonesia

1. *Dark pools* dapat mengganggu likuiditas pasar

Dan Weaver dari Universitas Rutgers menyebutkan bahwa *dark pools* dapat mengganggu likuiditas pasar. Dan Weaver melakukan penelitian ini di pasar saham Australia dengan menggunakan 430 (empat ratus tiga puluh) saham pada tahun 2010 sebagai sampel.²⁰ Penelitian yang dilakukan oleh Daniel Weaver²¹ tersebut sejalan dengan beberapa pendapat yang mengatakan bahwa *dark pools* memberikan efek negatif terhadap likuiditas pasar. “*The results for percentage quoted spreads are further evidence that off-exchange reporting levels are negatively related to market quality. As off-exchange reporting goes up, market quality goes down.*”

Pimpinan serta Deputy Direktur SEC, Mary Schapiro dan James Brigagliano menyatakan bahwa aktivitas perdagangan *dark pools* (juga dikenal sebagai *dark liquidity*) dapat mengganggu proses *price discovery* di lantai bursa, kemudian juga dengan bagi para *regulator* di Amerika Serikat menyatakan hal yang sama dan sebagai akibatnya para investor akan jauh dari pasar. *Regulator* di Amerika Serikat juga berpendapat bahwa *dark pools* mempengaruhi likuiditas perdagangan saham di bursa.²²

Terganggunya likuiditas pasar atas kegiatan *dark pools* berdasarkan pendapat-pendapat oleh beberapa ahli bahkan instansi lembaga pengawas pasar modal di atas menyebutkan bahwa *dark pools* mengganggu *price discovery* (pembentukan harga), tanpa ada transparansi yang memadai sehingga cukup menarik bagi beberapa investor, media untuk melakukan jual beli dalam jumlah yang besar hingga minimnya aturan yang memadai dalam *dark pools* akan menjadi daya tarik perdagangan dengan cara *dark pools*. Alasan-alasan inilah yang akan banyak menarik minat para investor dan pada akhirnya investor dapat beralih ke perdagangan *dark pools* yang mana biayanya lebih murah apabila dibandingkan dengan bertransaksi di lantai bursa efek.

2. *Dark Pools* Melanggar Prinsip Keterbukaan

Salah satu karakteristik dari pasar modal adalah pada prinsip keterbukaannya (*full disclosure*). Prinsip ini menuntut suatu perusahaan yang sudah masuk ke pasar modal agar melakukan keterbukaan informasi kepada publik khususnya pelaku pasar modal seperti investor maupun *regulator*. Keterbukaan informasi merupakan oksigen yang dibutuhkan para pelaku pasar dalam pengambilan keputusan investasi khususnya di pasar sekunder. Adanya keterbukaan

¹⁹Hasil tanya jawab dengan Bursa Efek Indonesia melalui e-mail tanggal 4 Juli 2014

²⁰*Ibid*

²¹Daniel Weaver, “*Off-Exchange Reporting and Market Quality in a Fragmented Market Structure*”, 16 April 2010, dalam <http://www.sec.gov/comments/s7-02-10/s70210-127.pdf>. Diunduh pada tanggal 15 Juli 2014, hal. 12

²²Philippe de Peretti, Oren J. Tapiero, “*A Garch Analysis Of Dark-Pool Trades*”, 28 April 2014 dalam http://hal-parisi.archives-ouvertes.fr/docs/00/98/48/34/PDF/A_GARCH_analysis_of_dark.pdf. Diunduh pada tanggal 16 Juli 2014, hal. 2

informasi yang diberikan, para investor dapat mengambil keputusan yang tepat dalam berinvestasi dengan tingkat resiko yang terukur (*calculated risk*).²³

Pre-trade transparency adalah kewajiban untuk mengungkapkan harga pembelian dan penjualan (*bid* dan *ask*) di dalam *orderbook*.²⁴ Transparansi pasar ditujukan atas keterbukaan pada informasi *pre-trade* dan *post-trade*. Informasi *Pre-trade* ditujukan terhadap keterbukaan informasi penawaran harga dan besar *volume* saham dan juga termasuk yang ditawarkan oleh *market makers*. Komisi Regulasi MiFID²⁵ menyebutkan bahwa transparansi *pre-trade* ditentukan berdasarkan lima tawaran terbaik.²⁶ Informasi *pre-trade transparency* adalah mengenai kuantitas harga jual dan beli berdasarkan keinginan *market maker* yang mana harus diketahui investor atas saham yang dapat dijual atau dibeli.²⁷

3. *Dark Pools* Dapat Mengurangi Pendapatan Negara dalam Segi Pajak dan Menghilangkan Komisi Lainnya

Pajak menurut A. Adriani²⁸ adalah iuran masyarakat pada negara (yang sifatnya dapat dipaksakan) yang terutang oleh yang wajib membayarnya menurut peraturan-peraturan umum (undang-undang) dengan tidak mendapat prestasi kembali yang dapat ditunjuk dan yang digunakan untuk membiayai pengeluaran-pengeluaran umum berhubung tugas-tugas negara untuk menyelenggarakan pemerintahan. Sedangkan menurut Rochmat Soemitro, pajak adalah iuran rakyat kepada kas negara berdasarkan undang-undang (yang sifatnya dapat dipaksakan) dengan tidak mendapat jasa timbal yang langsung dapat ditunjukkan dan yang digunakan untuk membayar pengeluaran umum.²⁹

Transaksi efek dengan cara *dark pools* yang dilakukan di luar bursa efek merupakan cara yang sangat efektif untuk menghindari pajak PPh dan PPh berdasarkan peraturan di atas apalagi peluang dilakukannya penghindaran pajak sangat besar. Walaupun terdapat kewajiban pelaporan transaksi efek berdasarkan Keputusan Bapepam-LK Nomor Kep-123/Bl/2009 tentang Pelaporan Transaksi Efek namun dalam angka 3 pada peraturan tersebut belum menyentuh semua transaksi efek terkait dengan transaksi efek di luar bursa.

4. *Dark Pools* Dapat Digunakan Sebagai Media *Money Laundering*

Terbukanya peluang untuk dilakukannya *money laundering* dalam pasar modal juga memberikan peluang besar pula terhadap transaksi efek dengan menggunakan metode *dark pools*. Semakin meningkatnya pertumbuhan peredaran uang melalui *dark pools* dalam ekonomi global akan semakin sulit untuk mengidentifikasi pihak-pihak yang menjual saham atau pihak-pihak yang terlibat di dalam aktivitas tindak pidana dengan menggunakan fasilitas *dark pools* khususnya tindak pidana pencucian uang. *Dark pools* yang dimanfaatkan untuk melakukan jual beli saham dalam jumlah yang besar tanpa diketahui siapa penjual dan siapa beli.³⁰

Memahami konsep *dark pools* yang perdagangan efeknya dilakukan dalam jumlah yang besar disertai tanpa diketahui siapa pihak yang melakukan proses jual dan beli tersebut, pada prinsipnya telah mewajibkan bagi penyedia jasa keuangan yaitu perusahaan efek³¹ untuk melaporkan kepada PPATK terhadap transaksi yang mencurigakan tersebut³² dalam tiga hari sejak setelah penyedia jasa keuangan mengetahui adanya unsur transaksi keuangan yang

²³Hendy M. Fakhruddin, *Go Public: Strategi Pendanaan dan Peningkatan Nilai Perusahaan*, (Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, 2008), hal. 2-3

²⁴Anonim (XIV), "*Pre-Trade and Post-Trade Transparency Rules for Regulated Markets and MTF*", tanpa tanggal dalam http://en.wienerborse.at/marketplace_products/mifid/transparenzvorschriften.html. Diakses pada tanggal 17 Juli 2011

²⁵The Markets in Financial Instruments Directive atau disingkat dengan MiFID merupakan lembaga Uni Eropa yang berfungsi untuk harmonisasi peraturan-peraturan investasi di seluruh 31 (tiga puluh satu) negara di kawasan Eropa

²⁶Irish H & Y. Chiu, *Regulatory Converges in EU Securities Regulation*, (The Netherlands: Kluwer Law International, 2008), hal. 36

²⁷Suresh Sundaresan, *Fixed Income Markets and Their Derivatives, Third Edition*, (London: Academic Press, 2009), hal. 62

²⁸Suparmanto, "*Melalui Pajak, Kita Membangun Negeri*", Senin 21 Oktober 2013 dalam www.pajak.go.id/content/article/melalui-pajak-kita-membangun-negeri. Diakses pada tanggal 8 Agustus 2014

²⁹Suparmanto, "*Melalui Pajak, Kita Membangun Negeri*", Senin 21 Oktober 2013 dalam www.pajak.go.id/content/article/melalui-pajak-kita-membangun-negeri. Diakses pada tanggal 8 Agustus 2014

³⁰Robert Stowe England, *Black Box Casino: How Wall Street's Risky Shadow Banking Crashed Global Finance*, (Praeger: Santa Barbara-Calif, 2011), hal. 199

³¹Pasal 17 huruf a angka 5 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 2010 tentang Pencegahan dan Pemberantasan Tindak Pidana Pencucian Uang

³²Pasal 23 Ayat (1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 2010 tentang Pencegahan dan Pemberantasan Tindak Pidana Pencucian Uang

mencurigakan.³³ Akan tetapi pola transaksi efek dengan meotde *dark pools* yang mengedepankan konsep “dark” maka hal ini menjadi kendala atas wajib lapor ini.

5. Transaksi Efek Melalui *Dark Pools* Berpotensi Melanggar Konsep Perjanjian dalam KUHPerdata

Ditinjau dari syarat sah unsur subjektif tentu saja semua perjanjian dapat dibatalkan apabila perjanjian tersebut tidak ada kesepakatan atau tidak cakap (dibawah umur, dibawah pengampuan atau pihak yang tidak diberikan kuasa untuk melakukan transaksi efek). Untuk objektif atas transaksi efek dalam *dark pools* merupakan transaksi efek yang berdasarkan jual beli atas saham dan berdasarkan peraturan yang ada. Apabila ditinjau dari KUHPerdata, transaksi *dark pools* dapat berpotensi melanggar syarat sah objektif Pasal 1320 KUHPerdata.

Pasal 1320 KUHPerdata Ayat (4) menyebutkan bahwa syarat sahnya suatu perjanjian berdasarkan suatu sebab yang halal. Syarat ke empat ini dihubungkan dengan ketentuan Pasal 1335 KUHPerdata dan Pasal 1337 KUHPerdata. Pasal 1335 KUHPerdata menyebutkan bahwa suatu perjanjian tanpa sebab atau dibuat berdasarkan yang palsu atau yang terlarang, tidaklah mempunyai ketentuan. Pasal 1337 KUHPerdata menyebutkan bahwa suatu sebab adalah terlarang jika sebab itu dilarang oleh undang-undang atau apabila berlawanan dengan kesusilaan baik atau dengan ketertiban umum.

- a. Dilarang undang-undang. Keterbukaan atas transaksi efek diluar bursa hanya mewajibkan para partisipan untuk melaporkan hasil transaksi atau *post-trade*. Undang-undang ataupun peraturan lainnya tidak mewajibkan adanya *pre-trade transparency*, dengan demikian dalam transaksi efek melalui *dark pools* tidak mewajibkan adanya *pre-trade transparency* dengan kata lain tidak melanggar undang-undang.
- b. Berlawanan kesusilaan atau ketertiban umum. Fakta membuktikan transaksi efek di luar bursa khususnya *dark pools* dapat mengganggu ketertiban umum khususnya dalam pasar saham. Telah dijelaskan sebelumnya, dengan adanya *dark pools* dapat memberikan efek buruk terhadap likuiditas pasar yaitu mengganggu pasar dan berpontesi untuk menarik investor ataupun emiten untuk bermain di *dark pools* yang dikarenakan minimnya prinsip keterbukaan ditambah lagi dengan biaya yang murah dibandingkan dengan biaya di bursa. Dengan adanya *dark pools* yang dapat mengganggu likuiditas pasar maka akan dapat mengganggu ketertiban umum sesuai apa yang dimaksud di dalam Penjelasan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Bursa efek tidak akan mampu untuk menjalankan perdagangan efek dalam keadaan yang teratur, wajar dan efisien.

C. Pengawasan Kegiatan *Dark Pools* Sebagai Bentuk Perdagangan Efek di Luar Bursa Saham Berdasarkan Peraturan Pasar Modal di Indonesia

1. Pengawasan preventif atas transaksi efek dengan cara *dark pools*

Pengawasan preventif atas transaksi efek dengan cara *dark pools* di Indonesia pada saat ini dapat dikatakan masih sangat lemah. Lemahnya pengawasan tersebut diakibatkan:

- a. Bentuk aturan *dark pools* belum ada bahkan aturan mengenai *alternative trading system* belum rampung. Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 3 Ayat (1), Pasal 4 jo. Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan Pasal 1 angka 1, Pasal 5 dan Pasal 7, OJK merupakan lembaga pengawas jasa keuangan di sektor jasa keuangan yang salah satunya adalah pasar modal. Pengawasan secara preventif atas transaksi dengan cara *dark pools* dapat dikatakan belum dapat dilakukan secara maksimal karena aturan mengenai *dark pools* itu sendiri belum ada. Belum adanya aturan mengenai *dark pools* akan memberikan posisi OJK dalam posisi yang tidak berlandaskan pada asas kepastian hukum dalam sektor pengawasannya. Demikian juga pengawasan yang dilakukan oleh BEI, karena aturan *dark pools* belum ada maka pengawasan seperti yang ada dalam angka II.10 Peraturan Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas seperti pemantauan fluktuasi harga dan volume, frekuensi, *order*/pesanan, transaksi, pola transaksi, informasi penyelesaian transaksi belum dapat dilakukan secara efisien.
- b. Walaupun adanya aturan mengenai transaksi efek di luar bursa (Peraturan Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek), namun peraturan ini belum dapat dianggap cukup untuk mengatur kegiatan transaksi efek secara *dark pools* karena sifatnya yang masih terlalu umum bahkan masih terdapat banyak kekurangan seperti tidak disebutkannya bagaimana metode transaksi efek di luar bursa.

³³Pasal 25 Ayat (1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 2010 tentang Pencegahan dan Pemberantasan Tindak Pidana Pencucian Uang

- c. Pedoman mengenai transaksi efek dengan cara *dark pools* hingga saat ini belum ada dilakukan oleh pihak seperti OJK maupun BEI. Pasal 1 angka 25 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa prinsip keterbukaan merupakan pedoman umum kepada pelaku pasar modal untuk tunduk kepada Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. *Dark pools* merupakan perdagangan yang tidak mengedepankan prinsip keterbukaan pada proses perdagangannya, maka dapat dikatakan *dark pools* adalah metode perdagangan efek yang tidak sesuai dengan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Selain itu, pedoman tidak dapat dipisahkan dengan aturan, karena adanya aturan otomatis ada pedoman. Dianggap wajar apabila pedoman transaksi efek dengan cara *dark pools* belum ada sampai saat ini, akan tetapi sangat disayangkan apabila pedoman transaksi efek di luar bursa belum memiliki pedoman karena dengan adanya pedoman maka akan memberi kejelasan kepada pelaku pasar modal atas perbedaan transaksi efek di luar bursa pada umumnya dengan transaksi efek di luar bursa dengan cara *dark pools*. Sebagai contoh dapat dilihat pedoman perilaku dari perusahaan efek atau penasihat investasi yang tercantum dalam Pasal 35 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
- d. Bimbingan dan pengarahan atas transaksi efek dengan cara *dark pools* hingga saat ini pun belum ada dilakukan oleh OJK maupun BEI, baik itu dalam rangka mengarahkan apakah *dark pools* diperbolehkan atau tidak. Hingga saat ini apabila tetap berdasarkan peraturan yang lama, maka transaksi efek dengan cara *dark pools* dapat dilakukan di Indonesia.

2. Pengawasan Represif Atas Transaksi Efek Dengan Cara *Dark Pools*

Berdasarkan pengawasan represif di atas, OJK memiliki keseluruhannya akan tetapi pelaksanaan pengawasan represif tersebut akan terkendala ketika peraturan atas yang akan diawasi belum ada, yaitu transaksi efek dengan cara *dark pools*.

- a. Pemeriksaan atas kegiatan *dark pools* hingga saat ini belum ada diatur baik peraturan yang dibuat oleh pemerintah maupun OJK. Pasal 5 huruf e Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyebutkan bahwa OJK berwenang untuk melakukan pengawasan dan penyidikan terhadap setiap pihak dalam hal terjadi peristiwa yang diduga merupakan pelanggaran terhadap undang-undang ini dan atau peraturann lainnya. BEI juga akan menghadapi masalah seperti apa yang dihadapi oleh OJK, karena karena pemeriksaan yang dilakukan oleh BEI terhadap *dark pools* akan sangat tidak efisien.
- b. Penyidikan atas kegiatan *dark pools* hingga saat ini juga belum ada diatur oleh undang-undang maupun peraturan OJK. Apa yang telah dijelaskan sebelumnya wewenang OJK dalam melakukan penyidikan dalam Pasal 5 huruf e Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal serta di dalam Bab XIII mengenai penyidikan dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal jo, Pasal 1 angka 1 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan tidak akan dapat dilakukan secara optimal oleh OJK karena kekurangan aturan terkait dengan *dark pools*.
- c. Penerapan sanksi atas adanya kegiatan transaksi efek dengan cara *dark pools* hingga saat ini belum ada bahkan penerapan sanksi seperti membekukan atau membatalkan pencatatan suatu efek, menghentikan perdagangan efek yang tertera dalam Pasal 5 huruf j-l dan penerapan sanksi seperti sanksi administrasi pada Pasal 102, sanksi pidana pada Pasal 103-110 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal jo, Pasal 9 huruf g Undang-Undang Nomor 21 tentang Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan menjadi tidak maksimal ketika harus menerapkan sanksi atas *dark pools*. Begitu juga dengan BEI yang memiliki wewenang untuk melakukan suspensi terhadap anggota bursa berdasarkan Peraturan Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas tidak akan dapat dilakukan terhadap kegiatan *dark pools*.

IV. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

1. *Dark pools* dikaitkan dengan transaksi efek yang tingkat transparansinya kecil khususnya pada pra perdagangan dan transaksi efek ini dilakukan dalam jumlah efek yang besar atau dikenal dengan istilah *block trade*. Secara pengertian *dark pools* merupakan bagian dari *over-the-counter* yang merupakan bentuk transaksi efek di luar bursa. Walaupun secara konsep, *dark pools* dapat diartikan sebagai bentuk dari transaksi efek di luar bursa (*over-the-counter*) namun Peraturan Nomor III.A.10 tentang Transaksi Efek belum cukup untuk mengatur transaksi efek dengan cara *dark pools*. Saat ini belum ada peraturan secara khusus yang mengatur transaksi efek dengan cara *dark pools* baik itu secara undang-undang, peraturan Otoritas Jasa Keuangan dan peraturan Bursa Efek Indonesia.
2. Potensi yang dapat dilanggar atas *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa di Indonesia adalah mengganggu likuiditas pasar, mengganggu prinsip keterbukaan, dapat mengurangi pendapatan negara dari sektor pajak, pendapatan bursa efek dari sektor komisi jual

dan beli, dan membuka ruang lebar untuk aktivitas *money laundering*. Secara perjanjian yang didasarkan KUHPerduta, transaksi efek secara *dark pools* sudah sesuai dengan syarat sahnya perjanjian sesuai yang tertuang dalam Pasal 1320 KUHPerduta khususnya syarat objektif karena tidak melanggar syarat sahnya perjanjian yang mana transaksi efek dengan cara *dark pools*.

3. Pengawasan kegiatan *dark pools* sebagai bentuk transaksi efek di luar bursa saham berdasarkan peraturan pasar modal di Indonesia saat ini dapat dikatakan lemah. Belum adanya peraturan yang mengatur terkait dengan *dark pools* ditambah lagi sistem teknologi yang dimiliki oleh Bursa Efek Indonesia yang belum memadai. Pengawasan dalam pasar modal memiliki 2 (dua) bentuk yaitu pengawasan preventif dan pengawasan represif. Kedua pengawasan ini sebelum dapat dilakukan secara maksimal oleh OJK maupun BEI karena pengaturannya belum ada. Pengawasan ini semakin memburuk karena pihak *regulator* yang tidak responsif atas pentingnya pengaturan *dark pools* dalam peraturan di Indonesia.

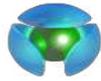
B. Saran

1. Peraturan yang mengatur transaksi efek secara *dark pools* sudah seharusnya dibahas secara lanjut oleh pemerintah. Pencantuman sistem transaksi alternatif dalam Rancangan Undang-Undang Pasar Modal merupakan langkah yang baik namun RUU ini seharusnya dapat dibahas dan segera mungkin disahkan. Namun terhadap pengertian sistem transaksi alternatif harus diperbaiki yang ada di RUU Pasar Modal tersebut karena tidak mencantumkan arti dari sistem transaksi alternatif itu sendiri. Melihat perkembangan *dark pools* yang semakin berkembang, secara tidak langsung sudah dibahas dalam RUU Pasar Modal. Melihat dari peraturan yang ada di Amerika Serikat, *dark pools* diatur di dalam peraturan mengenai sistem transaksi alternatif. Oleh karena itu dalam hal ini RUU Pasar Modal sudah seharusnya dapat direalisasikan menjadi undang-undang, dan hanya tinggal mengklasifikasikan apakah *dark pools* adalah sebagai bentuk dari sistem transaksi alternatif atau diatur di dalam peraturan khusus mengenai *dark pools* atau juga membuat istilah baru atas *dark pools* seperti yang dilakukan oleh MiFID dengan penyebutan "Multi Trading Facility (MTF)"
2. Potensi-potensi yang muncul dalam transaksi efek dengan cara *dark pools* sudah seharusnya dapat dicegah dengan adanya peran otoritas dari pihak OJK, BEI, PPATK, Perusahaan Efek dan lembaga lainnya untuk bekerja sama menjalin pengawasannya. Potensi pelanggaran ini tidak dapat terus dibiarkan karena juga akan berdampak pada tingkat pendapatan ekonomi dari sektor pasar modal. Lebih menspesifikasikan aturan terkait dengan pelaporan transaksi efek di luar bursa, peningkatan pengawasan otoritas dengan aturan terkait pengawasan adalah salah satu cara dalam potensi-potensi tersebut tidak terjadi ataupun dapat diminimalisir
3. Pengaturan terkait dengan pengawasan secara preventif dan represif sudah saatnya dilaksanakan yaitu dengan penerbitan aturan-aturan baru yang berhubungan dengan pasar modal secara umum dan mengenai *dark pools* secara khusus. Otoritas Jasa Keuangan yang memiliki wewenang untuk pengawasan preventif dan represif sudah seharusnya dibekali dengan aturan-aturan yang jelas untuk mengawasi transaksi efek dengan cara *dark pools*. Regulasi *dark pools* sudah seharusnya dapat dibentuk agar pengawasan preventif dan represif oleh Otoritas Jasa Keuangan dapat dilakukan secara efektif, efisien dan berkesinambungan

DAFTAR PUSTAKA

Buku:

- Brown, K.C and Reilly F.K. *Analysis of Investment and Management of Portofolios*, 9th Edition. Canada: South-Western. 2009
- England, Robert Stowe. *Black Box Casino: How Wall Street's Risky Shadow Banking Crashed Global Finance*. Praeger: Santa Barbara-Calif. 2011
- Fakhrudin, Hendy M. *Go Public: Strategi Pendanaan dan Peningkatan Nilai Perusahaan*. Jakarta: PT. Elex Media Komputindo. 2008
- H, Irish & Y. Chiu, *Regulatory Converges in EU Securities Regulation*. The Netherlands: Kluwer Law International. 2008
- Irfan, Fachruddin. *Pengawasan Peradilan Administrasi Terhadap Tindakan Pemerintah*. Bandung: Alumni. 2004.
- Sutedi, Adrian. *Segi-Segi Hukum Pasar Modal*. Bogor: Ghalia Indonesia. 2009.



Sundaresan, Suresh. *Fixed Income Markets and Their Derivatives, Third Edition*. London: Academic Press. 2009

Widoatmodjo, Sawidji. *Cara Sehat investasi di Pasar Modal: Pengantar menjadi Investor Profesional*. Jakarta: PT. Alex Media Komputindo. 2012.

Jurnal:

Buti, Sabrina, Barbara Rindi, dkk, "Dark Pool Trading Strategies", Oktober 2011 dalam http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1571416. Diunduh pada tanggal 25 Mei 2014.

CFA Institute, "Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality", November 2012 dalam http://www.cfainstitute.org/ethics/Documents/dark_pools_internalization_and_equity_market_quality_final_issue_brief.pdf.

Haoxiang Zao, "Do Dark Pools Harm Price Discovery", 16 November 2013 dalam http://www.mit.edu/~zhuh/Zhu_darkpool.pdf.

Weaver, Daniel, "Off-Exchange Reporting and Market Quality in a Fragmented Market Structure", 16 April 2010, dalam <http://www.sec.gov/comments/s7-02-10/s70210-127.pdf>.

Peretti, Philippe de and Oren J. Tapiero, "A Garch Analysis Of Dark-Pool Trades", 28 April 2014 dalam http://hal-paris1.archives-ouvertes.fr/docs/00/98/48/34/PDF/A_GARCH_analysis_of_dark.pdf

Laporan hasil penelitian:

Tim Studi Kesiapan dan Kebutuhan Infrastruktur Perdagangan Efek Secara Online (Online Trading) Biro Transaksi Dan Lembaga Efek Bapepam-LK, "Laporan Hasil Studi Kesiapan Dan Kebutuhan Infrastruktur Perdagangan Efek Secara Online (Online Trading)". 2010.

Tim Studi Pengawasan Transaksi di Luar Bursa di Indonesia, *Studi Tentang Pengawasan Transaksi Di Luar Bursa Di Pasar Modal Indonesia*.

Internet:

Anonim (XIV). "Pre-Trade and Post-Trade Transparency Rules for Regulated Markets and MTFS". tanpa tanggal dalam http://en.wienerbourse.at/marketplace_products/mifid/transparenzvorschriften.html.

Fauzian, Rizkie. "Dark Pool Rugikan Investor, Untungkan Emiten". <http://economy.okezone.com/read/2012/09/07/278/686695/dark-pool-rugikan-investor-untungkan-emiten>.

Inisial (ant/gor). "BEI: Dark Pool Ganggu Likuiditas Perdagangan" dalam <http://www.investor.co.id/home/bei-dark-pool-ganggu-likuiditas-perdagangan/44340>.

Ross, D. Keith. "10 Things People Don't Get About Dark Pools". Sabtu, 2 Februari 2013 dalam <http://www.cnbc.com/id/100424690>

Suparmanto. "Melalui Pajak, Kita Membangun Negeri". Senin 21 Oktober 2013 dalam www.pajak.go.id/content/article/melalui-pajak-kita-membangun-negeri.

Undang-Undang:

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 2010 tentang Pencegahan dan Pemberantasan Tindak Pidana Pencucian Uang

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal