

## KEDUDUKAN EFEK DALAM HAL PENJUAL DINYATAKAN PAILIT PADA TRANSAKSI SHORT-SELLING DI PASAR MODAL

Rahmadiani Putri Nilasari

Mahkamah Konstitusi

rahmadiani\_putri@yahoo.com

### **Abstract**

*Basically, short selling transaction is the practice of selling stock without having first. Short selling is divided into two types of naked short selling and covered short selling. In naked short selling, securities transactions without assurance from the lender. The practice of naked short selling is banned because it is damaging the market. Whereas the covered short selling is selling transaction that must have a guarantee. Covered short selling is the practice of selling securities that is allowed in Indonesia and supported by Bapepam-LK with provide lending and borrowing facilities by PT. KPEI. In the lending and borrowing securities mechanism, when the securities is on the borrower or another party, the lender still entitled to receive the rights in this securities. It shows that the transfer of ownership of securities on loan is not happen in full. Moreover there is recall mechanism that lenders can recall the loan any time before maturity date.*

**Keywords:** short selling, securities, bankruptcy

### **Abstrak**

*Short Selling pada dasarnya adalah praktik menjual saham tanpa memiliki saham terlebih dahulu. Secara rinci short selling terbagi menjadi dua jenis, yaitu Naked Short Selling dan Covered Short Selling. Dalam naked short selling, transaksi Efek dilakukan tanpa ada kepastian adanya pemberi pinjaman atas Efek tersebut. Praktek naked short selling ini dilarang karena akan merusak pasar. Sedangkan covered short selling adalah menjual dengan memiliki kolateral/persediaan terlebih dahulu. Covered short selling ini adalah short selling yang diperbolehkan. Covered short selling yang ditetapkan oleh Bapepam ini didukung dengan fasilitas Pinjam Meminjam Efek yang saat ini disediakan oleh KPEI. Di dalam Pinjam Meminjam Efek, apabila Efek tersebut berada pada borrower atau pihak lain yang memiliki Efek tersebut, maka lender tetap berhak menerima hak yang melekat pada Efek tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa tidak secara penuh terjadi perpindahan kepemilikan atas Efek yang dipinjamkan tersebut, terlebih lagi terdapat mekanisme yang disebut Recall yaitu lender dapat sewaktu-waktu menarik pinjaman sebelum jatuh tempo.*

**Kata kunci:** short selling, kepailitan

## Pendahuluan

Dalam perekonomian modern seperti saat ini, adanya pasar modal dalam ekonomi suatu negara adalah suatu kebutuhan. Pasar modal merupakan salah satu bagian dari pasar keuangan (*financial market*), di samping pasar uang (*money market*) yang sangat penting perannya bagi pembangunan nasional pada umumnya, khususnya bagi pengembangan dunia usaha sebagai salah satu alternatif pembiayaan eksternal oleh perusahaan.<sup>1</sup> Di lain pihak dari sisi pemodal (*investor*), pasar modal sebagai salah satu sarana investasi dapat bermanfaat untuk menyalurkan dananya ke berbagai sektor produktif dalam rangka meningkatkan nilai tambah terhadap dana yang dimilikinya.<sup>2</sup>

Secara formal, menurut Suad Husnan, pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta).<sup>3</sup> Dengan demikian pasar modal adalah salah satu bentuk kegiatan dari lembaga keuangan nonbank sebagai sarana untuk memperluas sumber-sumber pembiayaan perusahaan.<sup>4</sup> Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal memberikan pengertian pasar modal yang lebih spesifik, yaitu kegiatan yang

bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan Efek<sup>5</sup>, perusahaan publik yang berkaitan dengan Efek yang akan diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek. Peran Bursa Efek adalah menyediakan pasar sekunder bagi Efek yang tercatat secara teratur, wajar dan efisien.<sup>6</sup>

Pasar modal merupakan lembaga yang mampu menawarkan alternatif baru bagi kalangan dunia usaha untuk memperoleh sumber pembiayaan tambahan dan diversifikasi investasi di samping sarana investasi yang lain bagi investor. Pemanfaatan pasar modal oleh perusahaan-perusahaan yang membutuhkan tambahan modal secara ekonomi jelas akan mampu memperkuat struktur permodalan perusahaan tersebut.<sup>7</sup> Efek-Efek yang diterbitkan dan diperdagangkan di pasar modal umumnya secara garis besar dapat dikategorikan dalam dua jenis, yaitu berupa Efek utang dan Efek ekuitas. Efek utang (*debt securities*) pada dasarnya adalah utang pemodal kepada Emiten yaitu bukti utang yang dikeluarkan oleh Emiten kepada para pemberi pinjaman. Contoh yang paling umum dari Efek utang ini adalah obligasi yang dikeluarkan baik oleh perusahaan swasta ataupun pemerintah.<sup>8</sup>

<sup>1</sup> M. Irsan Nasarudin, et.al, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Kencana, Jakarta, 2008, h. IX.

<sup>2</sup> *Ibid*

<sup>3</sup> Adrian Sutedi, *Segi-Segi Hukum Pasar Modal*, Ghalia Indonesia, Jakarta, 2009, h. 2

<sup>4</sup> *Ibid*

<sup>5</sup> Pasal 1 angka 5 UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap derivative dari Efek.

<sup>6</sup> *Ibid.*, h. 6

<sup>7</sup> Nindyo Pramono, *Bunga Rampai HukumBisnis Aktual*, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2006, h. 13.

<sup>8</sup> Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia (Edisi Revisi)*, PT. Tatanusa, Jakarta, 2012, h. 102

Apabila investor memutuskan untuk tidak berpartisipasi lagi dalam penyertaannya, maka yang dapat dilakukannya adalah mengalihkan Efek yang dimilikinya kepada pihak lain misalnya dengan menjual, dengan demikian investor mendapatkan kembali uang penyeteroran, maupun penambahannya atas modal tersebut (*capital gain*), atau sebaliknya mendapatkan kerugian (*capital loss*). Cara lain untuk mendapatkan kembali modal tersebut adalah menunggu pembubaran atau likuidasi dari Emiten, dan menerima sisa hasil likuidasi atas Emiten tersebut. Ciri yang menonjol dari efek yang bersifat ekuitas (*equity securities*) di pasar modal adalah kemudahan untuk mengalihkan Efek-Efek tersebut. Hal ini terutama karena adanya Bursa Efek sebagai tempat di mana Efek tersebut dicatatkan dan ditransaksikan,<sup>9</sup> terlebih lagi saat ini perdagangan saham dilakukan dengan tanpa warkat (*scripless trading*).

Saham adalah surat tanda bukti pemilikan suatu perseroan terbatas sebagai suatu investasi modal yang akan memberikan hak atas deviden<sup>10</sup> perusahaan yang bersangkutan.<sup>11</sup> Implikasi dari kepemilikan atas saham mencerminkan kepemilikan atas suatu perusahaan. Berbeda dengan obligasi, saham tidak memiliki jatuh tempo dan tidak memberikan pendapatan tetap.<sup>12</sup> Definisi

dari saham adalah andil, sero, bagian yang dimasukkan dalam suatu perseroan/perusahaan, sebagai tanda ikut mengambil bagian yang menurut tingkatannya dibagi ke dalam saham biasa (*common stock*) dan saham utama (*preferent*).<sup>13</sup>

Perdagangan saham tersebut dilakukan dengan berbagai macam tujuan. Ada investor yang memang berniat untuk menginvestasikan dananya untuk jangka panjang ada pula yang hanya menginginkan keuntungan jangka pendek, ketika harga saham yang dimilikinya memiliki harga jual lebih tinggi. Banyak investor melakukan transaksi dengan tujuan *capital gain* untuk melipatgandakan modal yang mereka investasikan di dalam bursa saham. Harga saham di bursa naik dan turun dengan cepat bahkan dalam hitungan detik atau menit. Turun naiknya harga saham di pasar ini memberikan kesempatan bagi pemodal untuk membeli atau menjual saham dengan mengambil kesempatan dari selisih naik turunnya harga tersebut.

*The securities and Exchange Commission (SEC)* mendefinisikan *short selling* sebagai: *the sale of a security that the seller does not own or that the seller owns but does not deliver. In order to deliver the security to the purchaser, the short seller will borrow the security, typically from a broker-dealer or an institutional investor.*<sup>14</sup> Dari definisi di atas, dapat kita simpulkan bahwa transaksi *short sale* adalah kegiatan

<sup>9</sup> Hamud M. Balfas, *Op. Cit.*, h. 102.

<sup>10</sup> Deviden adalah laba bersih perusahaan setelah dipotong pajak (net income after tax/NIAT) atau laba ditahan yang akan digunakan oleh perusahaan untuk mendanai berbagai aktivitas perusahaan seperti ekspansi, penelitian, maupun inovasi produknya.

<sup>11</sup> Tavinayati dan Yulia Qamariyanti, *Hukum Pasar Modal di Indonesia*, Sinar Grafika, Jakarta, 2009, h. 18.

<sup>12</sup> *Ibid*

<sup>13</sup> Michael R Purba, *Kamus Hukum Internasional dan Indonesia*, Widyatama, Jakarta, 2009, h. 376.

<sup>14</sup> Tom Taulli, *What is Short Selling?*, McGraw-Hill, New York, 2004, h. 2.

menjual saham ketika penjualnya tidak memiliki sendiri saham tersebut atau penjual memiliki saham tersebut namun saham tersebut belum diterimanya. Oleh karena itu agar transaksi dapat dilaksanakan, penjual akan meminjam Efek kepada broker atau kelembagaan tertentu.

Investor dapat memperoleh keuntungan bahkan tanpa mengeluarkan modal sepeserpun dan hanya bermodalkan saham pinjaman, hal ini dapat terjadi dikarenakan adanya fasilitas Pinjam Meminjam Efek yang diberikan oleh KPEI (Kliring Penjaminan Efek Indonesia). Efek, karena nilai dan fleksibilitasnya untuk dipindahtangankan, pada dasarnya telah hampir setara dengan uang. Oleh karena itu, seperti juga uang, Efek juga dipinjamkan oleh pemiliknya kepada orang lain. Peminjaman Efek oleh pemiliknya juga dilakukan untuk lebih memberikan manfaat *financial* kepada pemiliknya (dari pada disimpan saja). Efek dipinjamkan baik untuk diperdagangkan maupun untuk melakukan penyelesaian atas transaksi yang telah dilakukan.<sup>15</sup> Pinjam meminjam diatur dalam Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (*Burgerlijk Wetboek*) dalam Bab XIII dalam pasal 1754–1769. Pinjam meminjam Efek merupakan perjanjian yang bersifat khusus, sehingga memiliki klausula khusus yang membedakan antara pinjam meminjam biasa dengan perjanjian pinjam meminjam Efek.

Berdasarkan hal-hal yang telah diuraikan tersebut, dirumuskan permasalahan yang akan dibahas yaitu transaksi *short selling* berdasarkan BW dan berdasarkan ketentuan-

ketentuan di Pasar Modal serta akibat kepailitan penjual (Investor jual, Perusahaan Efek) terhadap transaksi *short selling*.

### **Transaksi Short Selling Di Pasar Modal**

Transaksi short selling adalah transaksi penjualan Efek di mana Efek dimaksud tidak dimiliki oleh penjual pada saat transaksi dilaksanakan.<sup>16</sup> Namun yang perlu dicermati dari definisi short selling menurut Peraturan Bapepam V.D.6 tersebut adalah Efek tersebut secara yuridis tetap milik penjual, hanya saja perolehannya didapat dari meminjam. Dalam transaksi short sale, short seller meminjam Efek dari Perusahaan Efek untuk dijual di Bursa Efek (*borrowing securities to sell*), selanjutnya Perusahaan Efek meminjam Efek di KPEI. Perusahaan Efek tidak berhak meminjamkan Efek tanpa sebelumnya ada perjanjian/ kontrak dengan investor pemilik Efek yang bersangkutan. Short selling merupakan salah satu teknik dalam jual-beli saham di mana investor berupaya untuk mendapatkan keuntungan atas penurunan harga suatu saham.<sup>17</sup>

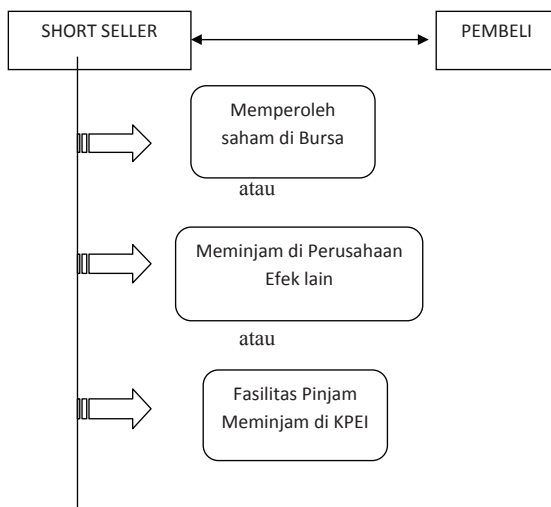
Dasar hukum bagi short sale adalah Pasal 61 UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (selanjutnya disebut UUPM) yang menyatakan bahwa Efek dalam Penitipan Kolektif kecuali atas nama Reksa Dana, dapat dipinjamkan atau dijamin. Selain Pasal 61 UUPM, peraturan yang berkaitan dengan short sale ini adalah Peraturan Bapepam No. V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek oleh Perusahaan Efek Bagi

<sup>15</sup> Hamud M. Balfas, *Op Cit.*, h. 421.

<sup>16</sup> Pasal 1 huruf l Peraturan Bapepam V.D.6  
<sup>17</sup> Hendy M. Fakhruddin, *Istilah Pasar Modal A-Z*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta, 2008, h.184.

Nasabah dan Transaksi Short Selling oleh Perusahaan Efek tanggal 30 April 1997 yang disempurnakan tanggal 30 Juni 2008.

Mekanisme Short Selling secara sederhana dapat digambarkan pada bagan berikut:



Dalam Peraturan Nomor II-10 tentang Jasa Pinjam Meminjam Efek Tanpa Warkat pada poin 9 menjelaskan tentang Tata Cara Pinjam Meminjam Efek, Permintaan Penarikan serta Pengembalian Efek, yaitu:

- 1) Pemberi pinjaman melakukan instruksi pemindahbukuan Efek dari rekening Efeknya ke rekening Pinjam Meminjamnya.
- 2) Pada saat KPEI memindahbukukan Efek dari Rekening Pinjam Meminjam Pemberi Pinjaman ke Rekening Pinjam Meminjam KPEI maka Pinjam Meminjamnya dinyatakan efektif.

KPEI berhak menolak permohonan peminjaman Efek apabila semua persyaratan yang diberikan oleh KPEI tidak dapat dipenuhi.

Sebelum melakukan transaksi para pihak diwajibkan untuk memberikan informasi keanggotaan kepada KPEI dengan cara mengisi aplikasi formulir permohonan.<sup>18</sup> Aplikasi akan diterima setelah calon partisipan setuju untuk menandatangani perjanjian, kewajiban calon partisipan adalah menerima dan tunduk sepenuhnya terhadap peraturan Pinjam Meminjam Efek yang telah ditetapkan oleh KPEI. Borrower dapat melakukan transaksi peminjaman Efek dengan memasukkan instruksi peminjaman melalui work station.<sup>19</sup> KPEI juga melayani permintaan peminjaman melalui telepon atau formulir.<sup>20</sup> Hal ini telah didukung oleh sistem online yang memungkinkan tersedianya informasi yang diperlukan untuk transaksi peminjaman, seperti informasi tentang jumlah dan jenis Efek yang tersedia bagi borrower, agunan yang diperlukan, serta informasi tentang fee dapat diakses secara langsung (online).

Sistem Pinjam Meminjam Efek KPEI akan melakukan cek atas ketersediaan Efek yang akan dipinjam. KPEI juga akan melakukan pemeriksaan terhadap ketersediaan agunan milik borrower setelah instruksi peminjaman dimasukkan (diinput) oleh borrower pada work station. Setelah semua persyaratan tersebut terpenuhi maka KPEI akan memberikan instruksi kepada KSEI untuk melakukan pembekuan agunan (*collateral blocking*) milik *borrower*, instruksi peminjaman akan disetujui dan pinjaman tersebut akan dipindahbukukan

<sup>18</sup> www.kpei.ac.id

<sup>19</sup> *Ibid.*

<sup>20</sup> *Ibid.*

ke rekening serah (*delivery account*) milik *borrower*.<sup>21</sup>

### **Transaksi *Short Selling* Berdasarkan BW dan Ketentuan di Pasar Modal**

Di Indonesia praktik *short selling* pernah dilarang, namun saat ini aksi *short selling* adalah sebuah mekanisme perdagangan saham yang legal.<sup>22</sup> Sejak awal Juli 2008, ada peraturan baru mengenai prosedur pelaksanaan *short selling* di Bursa Efek Indonesia yang tertuang dalam Peraturan V.D.6 lampiran Keputusan Ketua Bapepam-LK: Kep-258/BL/2008 yang di dalamnya mengatur tentang Pembiayaan Transaksi Efek Nasabah oleh Perusahaan Efek Bagi Nasabah dan Transaksi *Short Selling* oleh Perusahaan Efek. Penyempurnaan Peraturan V.D.6 ini tidak hanya mengatur Pembiayaan Perusahaan Efek kepada nasabah berupa Efek (transaksi *short selling* nasabah) namun juga transaksi *short selling* yang dilakukan oleh Perusahaan Efek. Peraturan V.D.6 tentang Pembiayaan Transaksi Efek oleh Perusahaan Efek bagi Nasabah dan Transaksi *Short Selling* bagi Perusahaan Efek mengatur pihak-pihak yang terkait dengan *short selling*, yaitu *short seller*, Perusahaan Efek, dan Bursa Efek.

Transaksi *short selling* pada umumnya sama dengan transaksi jual beli saham pada umumnya. Hal yang membedakan pada transaksi jual beli saham pada umumnya adalah bahwa pada saat transaksi *short selling* dilakukan, pihak penjual tidak

memiliki saham. Namun dibandingkan dengan transaksi jual beli saham pada umumnya, risiko terjadinya gagal serah pada transaksi *short selling* lebih besar. Hal ini terjadi karena pada saat transaksi, penjual belum memiliki saham yang ditransaksikan. *Short selling* pada dasarnya adalah praktik menjual saham di muka tanpa perlu memiliki saham terlebih dahulu.<sup>23</sup> Namun secara rinci *short selling* terbagi menjadi dua jenis yakni:

#### a. *Naked short selling*

Dalam *naked short selling*, transaksi Efek dilakukan tanpa ada kepastian adanya pemberi pinjaman atas Efek tersebut.

#### b. *Covered short selling*

*Covered short selling* adalah menjual dengan memiliki kolateral atau persediaan terlebih dahulu. *Covered short selling* ini adalah *short selling* yang diperbolehkan. *Covered short selling* yang ditetapkan oleh Bapepam-LK ini didukung dengan fasilitas Pinjam Meminjam Efek yang saat ini disediakan oleh KPEI.

Ada 2 tipe transaksi *short selling*, yaitu:

#### 1. Jual Beli diikuti dengan Jual Beli

Peristiwa jual beli dalam *short selling* melibatkan 2 kali transaksi jual beli, di mana jual beli pertama dilakukan oleh *short seller* (penjual) dengan pembeli, dan jual beli kedua antara *short seller*,

<sup>21</sup> *Ibid.*

<sup>22</sup> <http://jamboeol.blogspot.com/2008/08/short-selling-legalkah.html>

<sup>23</sup> <http://dir.groups.yahoo.com/group/saham/message/41906>

selaku pembeli dengan investor lain. Hal ini dilakukan karena pada saat transaksi, penjual belum memiliki saham yang ditransaksikan. Untuk menjamin dilakukannya penyerahan, penjual mencari saham di Bursa.

## 2. Jual Beli dan Pinjam Meminjam

Transaksi *Short Selling* dalam skema ini dapat dibagi menjadi 2 peristiwa perdata yaitu:

### a. Pinjam Meminjam kemudian diikuti Jual Beli

Pembeli biasanya tidak menyadari bahwa saham telah dijual singkat. *Short selling* ini merupakan cara yang digunakan dalam penjualan saham oleh investor/trader untuk menjual saham (yang belum dimiliki) dengan harga tinggi dengan harapan akan membeli kembali dan mengembalikan pinjaman saham pada saat harga turun. Penjualan *short selling* kadang-kadang disebut sebagai strategi investasi pemasukan negatif, sebab tidak adanya potensi untuk memperoleh deviden, penghasilan satu-satunya adalah hanya dari selisih harga. Pinjaman saham ini dapat diperoleh dari Perusahaan Efeknya maupun dengan fasilitas pinjam meminjam yang diberikan oleh PT. KPEI.

### b. Jual beli kemudian diikuti Pinjam Meminjam

Hal ini dimungkinkan apabila *short seller* pada saat melakukan

transaksi belum memiliki saham yang ditransaksikan, kemudian untuk mendapatkan Efek yang ditransaksikan tersebut penjual melakukan Pinjam Meminjam Efek di Perusahaan Efek.

Dalam transaksi *short selling*, *short seller* dapat bertindak dalam tiga kapasitas, yaitu sebagai penjual, sebagai pembeli (jika *short seller* dapat memperoleh saham di Bursa), atau sebagai debitur (bila *short seller* meminjam saham dari Perusahaan Efek). Pinjam Meminjam Efek ini terjadi antara *short seller* selaku debitur, dengan Perusahaan Efek selaku kreditur dan Perusahaan Efek selaku debitur dengan Perusahaan Efek lain atau Bank Kustodian atau PT. KPEI selaku kreditur.

Di dalam suatu perjanjian jual beli Efek, yang harus diserahkan oleh penjual kepada pembeli adalah hak milik atas barangnya. Bukan sekedar kekuasaan atas barang tadi, yang harus dilakukan adalah “penyerahan” atau “*levering*” secara yuridis. Terhadap Efek-Efek di pasar modal dalam *scripless trading* terkait dengan prinsip-prinsip yang terdapat dalam BW, khususnya prinsip-prinsip hukum benda (Buku II). Oleh karena itu ketentuan-ketentuan yang terdapat di dalamnya pada prinsipnya tetap berlaku terhadap suatu *scripless trading* atas Efek-Efek di pasar modal, seperti ketentuan tentang konsep peralihan hak kepemilikan (*levering*) ataupun tentang konsep pembuktian hak secara hukum acara perdata.

Prinsip-prinsip penyerahan (*levering*) seperti yang tercantum di dalam BW,

sepertinya kontradiktif dengan ketentuan levering dari Efek-Efek yang ada di Pasar Modal. Akan tetapi bila dicermati secara sungguh-sungguh terhadap ketentuan Pasal 55 UUPM, memang dapat mengakomodasi peralihan hak atas Efek secara pemindahbukuan (*book entry settlement*), yang menjadi cara peralihan hak dalam hal *scripless trading* tersebut. Adanya ketentuan peraturan perundang-undangan yang mengatur secara khusus mengenai mekanisme levering terhadap Efek-Efek yang diperjualbelikan di Pasar Modal, seperti yang disebutkan dalam UUPM tentunya akan mengesampingkan peraturan yang secara umum mengatur mengenai mekanisme *levering* dalam bidang hukum perdata. Berarti di sini berlaku asas *lex posteriori derogate lex priori* artinya peraturan yang baru mengesampingkan peraturan yang terdahulu.

Di dalam penjelasan Pasal 55 ayat (1) UUPM, disebutkan bahwa yang dimaksud dengan penyelesaian pembukuan (*book entry settlement*) adalah pemenuhan hak dan kewajiban yang timbul sebagai akibat adanya transaksi bursa yang dilaksanakan dengan cara mengurangi Efek dari rekening Efek yang satu, dan menambahkan Efek tersebut pada rekening Efek yang lain pada kustodian, yang dalam hal ini dapat dilakukan secara elektronik. Peralihan hak atas Efek, terjadi pada saat penyerahan Efek atau pada waktu Efek tersebut dikurangkan dari rekening Efek yang satu dan kemudian ditambahkan pada rekening Efek yang

lain.<sup>24</sup> Penyelesaian transaksi Efek melalui *scripless trading* ini dilakukan dengan cara pemindahbukuan (*book entry settlement*) Efek atau dana kepada rekening Efek pihak yang berhak, yang berada pada KSEI.

Efek-Efek yang diperdagangkan dalam pasar modal, dikategorikan sebagai benda bergerak yang tidak berwujud. Disebut benda bergerak di sini adalah benda bergerak menurut ketentuan Undang-Undang, dikarenakan menurut Pasal 511 BW, saham-saham adalah merupakan benda bergerak. Efek tergolong benda tidak berwujud. Meskipun Efek tersebut tidak berwujud, tetapi di dalam Efek tersebut terdapat hak-hak atas suatu benda tersebut atau memiliki hak-hak yang melekat atas Efek tersebut.

Efek yang dipinjam oleh *borrower* didalamnya terdapat hak-hak yang melekat atas Efek tersebut. Hak-hak yang melekat pada Efek tersebut dikarenakan adanya *Corporate Action* di mana setiap tindakan Emiten yang memberikan hak kepada seluruh pemilik manfaat atas Efek. Hak tersebut dapat berupa dividen tunai, dividen saham, bonus saham, bunga saham dan lain sebagainya.<sup>25</sup> Di dalam perjanjian Pinjam Meminjam Efek KPEI disebutkan bahwa KPEI mengupayakan semaksimal mungkin agar *voting rights* dan atau hak-hak lain atas Efek yang menjadi bagian dari Efek tersebut (antara lain *rights*, warant dan penawaran tender) akan dapat dilaksanakan oleh Pemberi Pinjaman dengan melakukan *Recall*. Artinya bahwa *borrower* harus

<sup>24</sup> *Ibid.*, h. 221

<sup>25</sup> Peraturan KPEI Nomor II-10 Tentang Jasa Pinjam Meminjam Efek Tanpa Warkat



mengembalikan hak-hak yang melekat tersebut kepada *lender* (Pasal 4 point 6 Perjanjian Pinjam Meminjam Efek Tanpa Warkat KPEI as *Borrower*).

Apabila Efek tersebut berada pada *borrower* atau pihak lain yang memiliki Efek tersebut, maka *lender* tetap berhak menerima hak yang melekat pada Efek tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa tidak secara penuh terjadi perpindahan kepemilikan atas Efek yang dipinjamkan tersebut, terlebih lagi terdapat mekanisme yang disebut *Recall* yaitu di mana *lender* dapat sewaktu-waktu menarik pinjaman sebelum jatuh tempo.<sup>26</sup> Hal ini dijabarkan pula dalam Peraturan Nomor II-10 tentang Jasa Pinjam Meminjam Efek Tanpa Warkat pada Pasal 6.b poin iii yang menyatakan bahwa *lender* berkewajiban menyampaikan instruksi penarikan Efek kepada KPEI, dalam hal *lender* bermaksud menggunakan hak-hak yang melekat pada Efek tersebut terbatas pada *voting right*, Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, warrant, penawaran tender (*tender offer*). Selanjutnya juga dapat dilihat pada Pasal 7.b.iv *borrower* berkewajiban untuk mengembalikan hak yang melekat pada Efek yang dipinjam yang timbul sebagai akibat terjadinya *corporate action*.

Meskipun telah terjadi perpindahan fisik atas Efek yang dipinjamkan dari rekening *lender* ke rekening *borrower* (*Outright Transfer of Ownership*) tetapi

hal ini tidak mengakibatkan terjadinya perpindahan penerimaan manfaat atas Efek tersebut (*Beneficial of Ownership*).<sup>27</sup>

### **Kedudukan Efek dalam Hal Penjual Dinyatakan Pailit pada Transaksi *Short Selling* di Pasar Modal**

Tidak dapat dipungkiri bahwa ada kemungkinan Efek *short selling* dapat menjadi budel pailit apabila penjual dinyatakan pailit. Yang disebut pihak penjual di sini adalah perusahaan efek, investor jual (*short seller*), perusahaan Efek sebagai Debitor Pailit. Sebagai konsekuensi atas perlindungan yang harus diberikan oleh Perusahaan Efek atas harta nasabah dan adanya fungsi Perusahaan Efek untuk melakukan penyimpanan (*custody*)<sup>28</sup> harta nasabah, UU Pasar Modal dalam pasal 37 dengan tegas menyatakan bahwa Perusahaan Efek wajib:

1. Menyimpan Efek dalam rekening yang terpisah dari rekening Perusahaan Efek.
2. Menyelenggarakan pembukuan secara terpisah untuk setiap nasabah dan menyediakan tempat penyimpanan yang aman atas harta nasabahnya.

Konsekuensi pemisahan harta nasabah ini ada hubungannya dengan kepailitan atau likuidasi, yang mungkin dapat terjadi

<sup>27</sup> *Ibid.*, h, 52

<sup>28</sup> Ketentuan Angka 3 Peraturan Bapepam No.V.D.3 (Keputusan Ketua Bapepam-LK No. Kep-548/BL/2010) tentang Pengendalian Intern Perusahaan Efek yang Melakukan Kegiatan Usaha Sebagai Perantara Pedagang Efek. Peraturan BapepamNo. V.D.4 tentang Pengendalian dan Perlindungan Efek yang Disimpan Oleh Perusahaan Efek (Keputusan Ketua Bapepam-LK No. Kep-549/BL/2010)

<sup>26</sup> Mohammad Nasrun, "Perjanjian Pinjam Meminjam Efek dalam Transaksi Short Selling", *Tesis*, Program Magister Kenotariatan Universitas Airlangga, Surabaya, 2012.

terhadap Perusahaan Efek di mana harta nasabah disimpan. Dengan pemisahan ini maka dalam hal terjadi kepailitan atau likuidasi, harta nasabah tidak akan termasuk dalam harta pailit.<sup>29</sup> Karena, sebagaimana dinyatakan oleh penjelasan Pasal 37 UUPM tersebut, Efek nasabah yang dikelola oleh Perusahaan Efek merupakan titipan nasabah, bukan merupakan bagian dari kekayaan Perusahaan Efek. Oleh karena itu, Efek nasabah tersebut harus disimpan dalam rekening yang terpisah dari rekening Perusahaan Efek.<sup>30</sup> Dengan pengaturan yang demikian, maka sebenarnya perlindungan yang diberikan kepada pemodal untuk berinvestasi di pasar modal akan sangat aman, terlepas dari kenyataan bahwa harga Efek yang diperjualbelikan sangat fluktuatif di pasar. Sebagai kelanjutan dari pemisahan harta nasabah dengan harta Perusahaan

Efek, Bapepem-LK dalam peraturannya juga menjabarkan bagaimana harta nasabah yang ada dalam simpanan Perusahaan Efek tersebut harus diberlakukan.<sup>31</sup>

Dalam hal debitor merupakan Perusahaan Efek, Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, permohonan pernyataan pailit hanya dapat diajukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepem-LK).<sup>32</sup> Menurut penjelasan Pasal 2 ayat (4), permohonan pernyataan pailit sebagaimana dimaksud dalam ayat ini hanya dapat diajukan oleh Bapepem-LK karena lembaga tersebut melakukan kegiatan yang berhubungan dengan dana masyarakat yang diinvestasikan dalam Efek di bawah pengawasan Bapepem-LK. Lebih lanjut dijelaskan dalam penjelasan Pasal 2 ayat (4) bahwa Bapepem-LK juga mempunyai kewenangan penuh dalam hal pengajuan permohonan pernyataan pailit untuk instansi-instansi yang berada di bawah pengawasannya, seperti halnya kewenangan Bank Indonesia terhadap bank. Dengan kata lain, Pengadilan Niaga tidak boleh memutuskan pailit suatu Perusahaan Efek apabila Bapepem-LK tidak memohonkannya, sesuai Pasal 2 (4) UUKPKPU.<sup>33</sup> Dengan ketentuan itu, akan tetap terpelihara semangat dan asas UU Pasar Modal bahwa tugas Bapepem-

<sup>29</sup> Mengenai bagaimana pemisahan atas harta nasabah ini harus dilakukan oleh Perusahaan Efek, lihat Peraturan Bapepem No.V.D.4 yang secara khusus mengatur bagaimana Perusahaan Efek memperlakukan Efek nasabah tersebut. Dalam Peraturan Bapepem ini Efek nasabah yang dipisahkan tersebut misalnya didefinisikan sebagai berikut, Efek Dipisahkan adalah:

- 1 Efek nasabah dalam pengendalian langsung Perusahaan Efek yang tidak sedang dijaminan kepada Perusahaan Efek atau tidak sedang terikat dengan kewajiban penyelesaian transaksi; dan/atau
- 2 Efek nasabah tidak dalam pengendalian langsung Perusahaan Efek lebih dari 5 (lima) hari kerja.

<sup>30</sup> Penjelasan Pasal 37 UUPM huruf a. Penjelasan selanjutnya dari Pasal 37 ini adalah sebagai konsekuensi saja dari penjelasan sebelumnya yaitu sebagai berikut: "di samping kewajiban memisahkan Efek nasabah dari kekayaan Perusahaan Efek, Perusahaan Efek juga wajib menyelenggarakan pembukuan secara terpisah untuk setiap nasabahnya agar tidak terjadi percampuran Efek di antara nasabahnya. Selain itu, Perusahaan Efek juga menyediakan tempat penyimpanan yang aman atas harta nasabah agar terhindar dari kemungkinan hilang, rusak ataupun risiko kecurian. Dengan pembukuan secara terpisah tersebut, setiap nasabah Perusahaan Efek dapat secara mudah mengetahui jumlah Efeknya dan menggunakannya untuk kepentingan pembuktian.

<sup>31</sup> Angka 10 Peraturan Bapepem No.V.D.3 dan Peraturan Bapepem V.D.4 yang secara khusus mengatur bagaimana Perusahaan Efek memperlakukan Efek nasabah tersebut.

<sup>32</sup> Pasal 2 ayat (4) UUKPKPU

<sup>33</sup> *Ibid.*

LK adalah memberikan perlindungan bagi investor publik, bukan merampas hak-hak dan mengambil alih hak-hak dari para kreditor investor publik yang harus dilindunginya.<sup>34</sup>

Apabila telah terjadi Transaksi Efek (transaksi *short selling* misalnya) di Bursa Efek sebelum putusan pailit diucapkan, maka transaksi tersebut wajib diselesaikan. Hal ini diatur di dalam Pasal 24 ayat (4) UUKPKPU. Seperti yang telah dibahas sebelumnya sejak pukul 00.00 tanggal putusan pernyataan pailit diucapkan, sebenarnya pihak debitor demi hukum telah kehilangan haknya untuk menguasai dan mengurus kekayaannya yang termasuk dalam harta pailit. Namun mengenai masalah Transaksi Efek perlu dikecualikan, hal ini dimaksudkan untuk menjamin kelancaran dan kepastian hukum atas Transaksi Efek.

Telah ditentukan pula dalam Pasal 25 UUKPKPU bahwa semua perikatan debitor yang terbit (yang timbul) sesudah putusan pernyataan pailit diucapkan tidak lagi dapat dibayar (dipenuhi) dari harta pailit, kecuali perikatan tersebut menguntungkan harta pailit. Ratio legis dari ketentuan ini adalah harta kekayaan debitor dimaksudkan untuk didistribusikan pada para kreditornya yang telah ada.<sup>35</sup> Karena dikhawatirkan kreditor lainnya masih akan ada di kemudian hari, jika ini terjadi maka relevansi kepailitan menjadi tidak ada.

Menurut Pasal 24 ayat (2) UUKPKPU, tanggal putusan pernyataan pailit dihitung sejak pukul 00.00 waktu setempat. Yang dimaksud dengan waktu setempat adalah waktu tempat putusan pernyataan pailit diucapkan oleh Pengadilan Niaga, misalnya putusan diucapkan di Jakarta pada tanggal 1 Juli 2001 pukul 13.00 WIB, maka putusan tersebut dihitung mulai berlaku sejak pukul 00.00 WIB tanggal 1 Juli 2001.<sup>36</sup>

Apabila Perusahaan Efek dinyatakan pailit, terhadap dana jaminan yang diserahkan oleh investor jual kepada Perusahaan Efek sebagai syarat dalam melakukan transaksi *short selling*, maka harus dilihat terlebih dahulu apakah investor jual tersebut telah memenuhi kewajiban-kewajibannya kepada Perusahaan Efek, apabila ternyata investor jual wanprestasi maka dana jaminan tersebut menjadi harta pailit milik Perusahaan Efek. Namun apabila investor jual tidak wanprestasi, maka ia berhak mendapatkan kembali dana jaminan yang merupakan haknya tersebut. Sehingga apabila terjadi kepailitan dalam pelaksanaan transaksi Pinjam Meminjam Efek seperti yang telah diuraikan di atas, maka pihak-pihak yang berkaitan, seperti investor beli, KPEI dan juga Lender harus tetap dilindungi hak-haknya.

Objek di dalam UUKPKPU adalah debitor, yaitu debitor yang tidak membayar utang-utangnya kepada para kreditornya. UUKPKPU tidak membedakan aturan bagi kepailitan debitor yang merupakan

<sup>34</sup> *Ibid.*

<sup>35</sup> M. Hadi Shubhan, *Hukum Kepailitan Prinsip Norma dan Praktik di Peradilan*, Kencana, Jakarta, 2008, h. 166

<sup>36</sup> Penjelasan Pasal 24 ayat (2) UUKPKPU

badan hukum maupun orang perorangan (individu).<sup>37</sup> Terhadap putusan pernyataan pailit menimbulkan akibat hukum yang baru, oleh karena itu pernyataan pailit harus dilakukan dengan *vonnis tidak dengan penetapan atau beschikking*.<sup>38</sup> Pasal 24 ayat (1) UUKPKPU menentukan, debitor pailit demi hukum kehilangan hak untuk mengurus dan menguasai kekayaannya yang termasuk harta pailit, sejak hari putusan pailit diucapkan. Yang perlu dicermati dalam ketentuan ini dengan diputuskannya menjadi debitor pailit, bukan berarti debitor kehilangan hak keperdataannya (*volkomen handelingsbevoegdheid*) untuk dapat melakukan semua perbuatan hukum di bidang keperdataan. Sejak putusan pernyataan pailit diucapkan hanya harta kekayaan debitor pailit yang berada di bawah pengampuan, sedangkan debitor pailit itu sendiri tidak berada di bawah pengampuan.<sup>39</sup> Debitor pailit tidak kehilangan kemampuannya untuk melakukan perbuatan hukum yang menyangkut dirinya kecuali apabila menyangkut pengurusan dan pengalihan harta bendanya yang telah ada. Tindakan pengurusan dan pengalihan tersebut berada pada Kurator. Apabila menyangkut harta benda yang akan diperolehnya Debitor tetap dapat melakukan perbuatan hukum menerima harta benda yang akan diperolehnya itu, namun harta yang diperolehnya itu kemudian menjadi bagian dari harta pailit.

<sup>37</sup> Sutan Remy Sjahdeini, *Op.Cit.*, h. 96

<sup>38</sup> H. Man S. Sastrawidjaja, *Hukum Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang*, Alumni, Bandung, 2006, h. 107

<sup>39</sup> Sutan Remy Sjahdeini, *Op. Cit.*, h. 190

Dalam transaksi *short selling*, bilamana investor jual dinyatakan pailit saat transaksi di Bursa telah dilaksanakan, maka sesuai dengan ketentuan pada pasal 24 ayat (4) UUKPKPU yang berbunyi:

*“Dalam hal sebelum putusan pernyataan pailit diucapkan telah dilaksanakan Transaksi Efek di Bursa Efek maka transaksi tersebut wajib dilaksanakan”*

Oleh karena itu, investor jual harus tetap melaksanakan hak dan kewajiban yang timbul atas transaksi Efek, yang dalam hal ini adalah transaksi *short selling* tersebut. Hal ini merupakan salah satu bentuk perlindungan dan jaminan atas kelancaran proses Transaksi Bursa.

Berdasarkan Pasal 25 UUKPKPU semua perikatan debitor yang terbit (timbul) sesudah pernyataan putusan pailit diucapkan tidak lagi dapat dibayar (dipenuhi) dari harta pailit, kecuali perikatan tersebut menguntungkan harta pailit. Sebagai konsekuensi hukum dari Pasal 25 UUKPKPU, apabila setelah putusan pernyataan pailit debitor masih juga tetap melakukan perbuatan hukum yang menyangkut harta kekayaannya yang telah dimasukkan ke harta pailit, maka perbuatan hukum itu tidak mengikat kecuali apabila perikatan-perikatan yang dibuatnya itu mendata`ngkan keuntungan bagi harta pailit tersebut.

Investor jual (nasabah) dapat menerima pembiayaan penyelesaian Transaksi *Short Selling* apabila nasabah tersebut telah memenuhi kriteria sebagai berikut:

- (1) Telah memiliki Rekening Efek Regular, untuk mengetahui riwayat transaksi nasabah;
- (2) Telah membuka Rekening Efek Pembiayaan Transaksi Short Selling pada Perusahaan Efek berdasarkan Perjanjian Pembiayaan;
- (3) Telah menyetorkan Jaminan Awal dengan nilai paling kurang sebesar Rp. 200.000.000,00 (dua ratus juta rupiah) untuk Rekening Efek Pembiayaan Transaksi Short Selling;

Apabila investor jual dinyatakan pailit pada saat ia telah menjual Efek tersebut kepada investor beli, maka transaksi jual beli di antara keduanya adalah sah dan tidak ada permasalahan hukum di antara keduanya. Permasalahan barulah muncul ketika investor jual ini harus mengembalikan Efek yang dipinjamnya tadi kepada Perusahaan Efek. Apabila Investor jual ini tidak dapat mengembalikannya, maka Jaminan Pembiayaan milik Investor Jual ini dapat digunakan oleh Perusahaan Efek sebagai jaminan penyelesaian Transaksi *Short Selling*. Selain itu hal-hal mengenai wanprestasi telah diatur dalam Perjanjian Pinjam Meminjam Efek antara Nasabah dengan Perusahaan Efek.

### Penutup

Short Selling pada dasarnya adalah praktik menjual saham tanpa memiliki saham terlebih dahulu. Secara rinci short selling terbagi menjadi dua jenis, yaitu *Naked Short Selling* dan *Covered Short Selling*. Dalam naked short selling, transaksi

Efek dilakukan tanpa ada kepastian adanya pemberi pinjaman atas Efek tersebut. Naked short selling ini berisiko tinggi karena berpotensi menyebabkan terjadinya gagal serah. Praktek naked short selling ini dilarang karena akan merusak pasar. Sedangkan covered short selling adalah menjual dengan memiliki kolateral/persediaan terlebih dahulu. Covered *short selling* ini adalah *short selling yang* diperbolehkan. *Covered short selling yang* ditetapkan oleh Bapepam ini didukung dengan fasilitas Pinjam Meminjam Efek yang saat ini disediakan oleh KPEI. Di dalam Pinjam Meminjam Efek, apabila Efek tersebut berada pada borrower atau pihak lain yang memilki Efek tersebut, maka lender tetap berhak menerima hak yang melekat pada Efek tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa tidak secara penuh terjadi perpindahan kepemilikan atas Efek yang dipinjamkan tersebut, terlebih lagi terdapat mekanisme yang disebut Recall yaitu lender dapat sewaktu-waktu menarik pinjaman sebelum jatuh tempo. Meskipun telah terjadi perpindahan fisik atas Efek yang dipinjamkan dari rekening lender ke rekening borrower (*Outright Transfer of Ownership*) tetapi hal ini tidak mengakibatkan terjadinya perpindahan penerimaan manfaat atas Efek tersebut (*Beneficial of Ownership*).

Kedudukan Efek Short Selling apabila penjual (dalam hal ini Perusahaan Efek atau investor) dinyatakan pailit adalah Efek short selling tersebut masuk ke dalam harta pailit, dan apabila Efek tersebut telah diserahkan kepada pembeli (investor beli)

maka uang hasil penjualan menjadi hak debitur/borrower dan menjadi bagian dari harta pailit. Namun apabila transaksi short selling dilakukan dengan menggunakan fasilitas Pinjam Meminjam Efek KPEI dan penjual dinyatakan pailit ketika borrower baru mengajukan permohonan peminjaman Efek, maka berdasarkan analisa risiko terhadap Penerima Pinjaman (*borrower*) KPEI dapat melakukan penolakan terhadap permintaan peminjaman tersebut.

### Daftar Bacaan

#### Buku

- M. Balfas, Hamud, Hukum Pasar Modal Indonesia (Edisi Revisi), (Jakarta: PT. Tatanusa, 2012).
- M. Fakhruddin, Hendy, Istilah Pasar Modal A-Z, (Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, 2008).
- M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia, (Jakarta: Kencana, 2008).
- Nasrun, Mohammad “Perjanjian Pinjam Meminjam Efek dalam Transaksi Short Selling”, Tesis, (Surabaya: Program Magister Kenotariatan Universitas Airlangga, 2012).
- Pramono, Nindyo, Bunga Rampai Hukum Bisnis Aktual, (Bandung: PT. Citra Aditya Bakti, 2006).
- Qamariyanti, Yulia dan Tavinayati. Hukum Pasar Modal di Indonesia, (Jakarta: Sinar Grafika, 2009).
- Rokhmatussa’dyah, Ana dan Suratman, Hukum Investasi dan Pasar Modal, (Jakarta: Sinar Grafika, 2009).

R. Purba, Michael, Kamus Hukum Internasional dan Indonesia, (Jakarta: Widyatama, 2009).

Sastrawidjaja, H. Man S, Hukum Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang, (Bandung: PT. Alumni, 2006).

Shubhan, M. Hadi, Hukum Kepailitan Prinsip Norma dan Praktik di Peradilan, (Jakarta: Kencana, 2008).

Sjahdeini, Sutan Remy, Hukum Kepailitan Memahami Undang-Undang No. 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan, (Jakarta: Pustaka Utama Grafiti, 2009).

Sutedi, Adrian, Segi-Segi Hukum Pasar Modal, (Bogor: Ghalia Utama, 2009).

Tauli, Tom, What is Short Selling, (New York: Mc Graw-Hill, 2004).

#### Peraturan Perundang-Undangan

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal

Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 Tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang

Peraturan Bapepam No.V.D.4

Peraturan Bapepam No.V.D.3

#### Laman

<http://jamboebol.blogspot.com/2008/08/short-selling-legalkah.html>

<http://dir.groups.yahoo.com/group/saham/message/41906>