

MARKET MAKER DALAM TRANSAKSI PASAR MODAL PERSPEKTIF UNDANG-UNDANG PASAR MODAL DAN FATWA DSN-MUI

Bahru Nur Mufid

Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang

bahrunurmufid@gmail.com

Abstrak:

Pergerakan harga saham salah satunya dapat dipengaruhi oleh penawaran dan permintaan. Tingkat fluktuasi penawaran dan permintaan pada suatu saham menunjukkan bahwa saham tersebut likuid. Salah satu upaya yang diyakini untuk meningkatkan likuiditas saham adalah pengembangan *Market maker*. Akan tetapi *market maker* di pasar modal Indonesia mendapat pandangan yang negatif karena dianggap sebagai pelaku manipulasi pasar. Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan tinjauan yuridis *market maker* menurut Undang-Undang Pasar Modal Dan Fatwa Dewan Syariah Nasional Tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek. Jenis penelitian ini adalah penelitian hukum normatif yang menggunakan pendekatan perundang-undangan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertama, *market maker* dalam transaksi pasar modal memiliki peran dalam menciptakan stabilisasi harga dan menjaga likuiditas suatu saham. Dalam Pasal 94 Undang-Undang Pasar Modal secara implisit telah memberikan landasan hukum kemungkinan terjadinya perdagangan Efek melalui mekanisme *market maker* di Pasar Modal Indonesia. Akan tetapi belum ada peraturan terkait ketentuan pelaksanaan *market maker* dan landasan hukum yang lebih jelas tentang mekanisme perdagangan Efek oleh *market maker*, sehingga *market maker* di Indonesia cenderung melakukan manipulasi pasar. Kedua, berdasarkan Fatwa DSN MUI, *market maker* dalam bertransaksi di pasar modal Indonesia telah melanggar prinsip-prinsip syariah yang telah ditetapkan.

Kata Kunci: *Market maker*; Pasar modal; Manipulasi.

Pendahuluan

Pergerakan harga saham salah satunya dapat dipengaruhi oleh penawaran dan permintaan. Tingkat fluktuasi penawaran dan permintaan pada suatu saham menunjukkan bahwa saham tersebut likuid. Salah satu upaya yang diyakini untuk meningkatkan likuiditas saham adalah pengembangan *Market maker*. *Market maker* merupakan perantara yang mempunyai kewajiban untuk membeli dan menjual atas efek tertentu untuk rekeningnya sendiri secara berkesinambungan dan selalu menyampaikan kuotasi atas saham yang menjadi tanggung jawabnya. Aturan terkait *market maker* pada pasar modal di beberapa negara telah diatur seperti di USA, Austria, India, India, Thailand dan

Singapura. Aturan tersebut mengatur terkait mekanisme dan persyaratan *market maker* sebagai likuidator sehingga *market maker* tidak dapat melakukan manipulasi di pasar modal. Akan tetapi *market maker* di pasar modal Indonesia mendapat pandangan yang negatif karena dianggap sebagai pelaku manipulasi pasar. Hal ini dikarenakan belum ada aturan terkait *market maker* di pasar modal Indonesia.

Manipulasi pasar merupakan modus kejahatan yang menggunakan mekanisme pasar sebagai alat untuk menciptakan pembentukan harga yang dijadikan objek untuk mencapai tujuan yang diinginkan oleh pelaku. Salah satu contoh kasus manipulasi saham adalah saham PT Sekawan Intipratama (SIAP) yang bergerak di bidang industri percetakan plastik lembaran dan perdagangan. Pada tanggal 2 November 2015 Bursa Efek Indonesia (BEI) menghentikan perdagangan saham SIAP sehubungan dengan penurunan harga kumulatif yang signifikan sebesar 46,81%. Semua pihak diperiksa untuk membuktikan ada atau tidaknya pelanggaran. Kasus ini melibatkan tiga broker dan dugaan keterlibatan orang dalam manajemen SIAP dalam melakukan transaksi semu. Jumlah kerugian investor yang memegang saham ini mencapai Rp 400 miliar. Setelah perdagangan saham SIAP dihentikan selama lebih dari 24 bulan, BEI menghapus pencatatan saham PT Sekawan Intipratama di pasar modal.¹

Selain kasus saham SIAP, contoh lain dari saham yang mengalami manipulasi seperti yang terjadi pada saham PT Bliss Properti (POSA) yang bergerak dibidang pengembang dan operator pusat perbelanjaan. Saham POSA mengalami pergerakan yang sangat tidak wajar dalam 2 bulan pasca IPO, harga saham POSA bisa naik 25% maupun turun 20% hanya dalam hitungan menit. Bahkan saham POSA mengalami koreksi 64% pada penutupan Jumat pekan 19 Juli tahun 2019 sehingga saham POSA menjadi saham top loser. Selain itu, salah satu investor ritel perusahaan ini yang bernama Jidin Napitupulu melayangkan dugaan pelanggaran hukum yang dilakukan oleh POSA. Dia menduga POSA melakukan tindakan menyesatkan, manipulasi, dan menipu yang merugikan para investor ritel yang menyebabkan saham POSA di suspend. Kasus tersebut menyeret banyak investor pemula yang belum berpengalaman yang hanya mengikuti arus market terjebak di saham POSA dalam waktu singkat.²

Pasar modal telah menetapkan mekanisme transaksi perdagangan efek yang harus dipatuhi oleh semua pihak yang berkecimpung di dalamnya. Agar dapat berkembang dengan baik, pasar modal harus dibangun berdasarkan prinsip wajar, transparan dan aman.³ Undang-Undang No 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal merupakan perangkat hukum yang mengatur pasar modal di Indonesia. Undang-Undang Pasar Modal merupakan produk hukum yang dibuat sebagai payung hukum kepada para investor dengan membuat aturan terkait mekanisme perdagangan, jaminan perlindungan, kepastian hukum dan keadilan dalam bertransaksi di pasar modal. Dalam pasal 91 Undang-Undang Pasar Modal menyatakan bahwa “Setiap pihak dilarang melakukan tindakan baik langsung maupun tidak langsung, dengan tujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga Efek di Bursa Efek”, lalu dalam pasal 92 Undang-Undang Pasar Modal menyatakan bahwa “Setiap pihak baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama dengan pihak lain

¹ Investasi Kontan, “OJK temukan tindak pidana di Kasus SIAP”, 15 Maret 2016, diakses pada 14 April 2021, <https://investasi.kontan.co.id/news/ojk-temukan-tindak-pidana-di-kasus-siap>

² CNBC Indonesia, “Diusut Jalur Hukum Gerak Akrobat Saham POSA Memakan Korban”, 22 Juli 2019, diakses pada 14 April 2021, <https://www.cnbcindonesia.com/market/20190722090309-17-86479/diusut-jalur-hukum-gerak-akrobat-saham-posa-memakan-korban>

³ Harjono, Hukum Penanaman Modal (Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2007), 5.

dilarang melakukan dua transaksi Efek atau lebih, baik langsung maupun tidak langsung, sehingga menyebabkan harga Efek di Bursa Efek tetap, naik, atau turun dengan tujuan untuk memengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual, atau menahan efek”.

Mayoritas jumlah penduduk di Indonesia adalah pemeluk agama Islam. Sehingga aturan terkait pasar modal juga diatur berdasarkan hukum Islam sebagai bentuk ketaatan dalam menjalankan syariat Islam. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 Tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek merupakan produk hukum yang dibuat sebagai pedoman yang dapat digunakan oleh para investor yang memeluk agama Islam agar dapat melakukan transaksi di pasar modal sesuai dengan hukum Islam yang berlaku.

Banyak terjadi praktek manipulasi saham yang dilakukan oleh *market maker* sangatlah merugikan trader atau investor. Praktek manipulasi yang dilakukan oleh *market maker* sangat merugikan banyak orang sehingga dapat menurunkan tingkat kepercayaan masyarakat terhadap pasar modal Indonesia. Hal tersebut sangatlah tidak baik untuk pertumbuhan dan perkembangan pasar modal di Indonesia.

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menjelaskan bagaimana tinjauan yuridis *market maker* menurut Undang-Undang Pasar Modal Dan Fatwa Dewan Syariah Nasional Tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek.

Metode Penelitian

Jenis penelitian ini adalah penelitian hukum normatif dengan menggunakan pendekatan perundang-undangan, menelaah semua undang-undang dan regulasi yang berkaitan dengan isu hukum yang sedang diteliti.⁴ Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah bahan hukum primer dan bahan hukum sekunder. Bahan hukum primer dalam penelitian ini menggunakan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal dan Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 Tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek. Bahan hukum sekunder yang digunakan yaitu peraturan-peraturan yang berkaitan dengan pasar modal yang dibuat oleh pemerintah, lembaga yang mengatur pasar modal seperti peraturan Bursa Efek Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan, buku, koran, serta hasil penelitian berupa jurnal yang berkaitan dengan saham. Metode pengumpulan data pada penelitian ini dilakukan dengan cara membaca dan menelaah sumber-sumber data dari berbagai kepustakaan. Metode pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan analisis deskriptif.⁵

Tinjauan Yuridis *Market Maker* dalam Undang-Undang Pasar Modal

Pasar modal harus dibangun berdasarkan prinsip wajar, transparan dan aman. Pasar modal telah menetapkan mekanisme transaksi perdagangan Efek yang harus dipatuhi oleh semua pihak yang berkecimpung di dalamnya.⁶ Penawaran transaksi dalam perdagangan Efek dari emiten kepada masyarakat umum sebagai investor dijamin dan berada di bawah hukum untuk menjaga standar transparansi. Hal ini tercantum dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal sebagai landasan hukum yang kukuh untuk

⁴ Tim Penyusun, Pedoman Penulisan Karya Ilmiah Fakultas Syariah UIN Malang 2022, 19.

⁵ Soerjono Soekanto dan Sri Mamudji, *Penelitian Hukum Normatif Suatu Tinjauan Singkat* (Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2014), 24.

⁶ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab* (Jakarta: Salemba Empat, 2001), 5.

menjamin kepastian hukum pihak-pihak yang melakukan kegiatan di pasar modal serta melindungi kepentingan masyarakat pemodal dari praktik yang merugikan. Pemerintah dalam memberikan kepastian hukum di pasar modal membentuk Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sebagai lembaga yang memberikan pembinaan, pengaturan dan pengawasan di pasar modal yang telah diputuskan dalam Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan dan membentuk Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai penanggung jawab terhadap seluruh penyelesaian transaksi Efek di pasar modal.⁷

Mekanisme pergerakan harga saham sangat dipengaruhi oleh penawaran dan permintaan, sehingga fluktuasi saham yang tinggi menandakan bahwa saham tersebut likuid. Likuiditas suatu saham merupakan salah satu faktor penentu investor dalam pasar modal untuk mengambil keputusan melakukan investasi. Pengembangan *market maker* merupakan salah satu upaya untuk meningkatkan likuiditas suatu saham.

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yaitu pada Pasal 94 yang menyatakan bahwa “Bapepam dapat menetapkan tindakan tertentu yang dapat dilakukan oleh perusahaan Efek yang bukan merupakan tindakan yang dilarang sebagaimana dimaksud dalam Pasal 91 dan 92”. Dalam penjelasannya yang termasuk tindakan tertentu dalam pasal ini adalah stabilisasi harga Efek dalam rangka penawaran umum sepanjang hal tersebut dicantumkan dalam prospektus dan penjualan dan pembelian Efek oleh perusahaan Efek selaku pembentuk pasar untuk rekeningnya sendiri secara terus-menerus untuk menjaga likuiditas perdagangan Efek. Dari penjelasan pasal diatas *market maker* sedikit disinggung dalam Undang-Undang Pasar Modal, namun tidak ditemukan pengertian, pengaturan, maupun peraturan pelaksanaannya. Dalam penjelasan Pasal 94 Undang-Undang Pasar Modal, tindakan *market maker* dikaitkan dengan tindakan manipulasi pasar.

Manipulasi pasar diatur dalam Pasal 91 dan Pasal 92 Undang-Undang Pasar Modal. Dalam Pasal 91 Undang-Undang Pasar Modal, menyatakan bahwa manipulasi pasar yang dilakukan dengan menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar atau harga Efek di Bursa Efek. Sedangkan dalam Pasal 92 melarang tindakan manipulasi yang dilakukan sendiri ataupun bersama-sama dengan pihak lain melalui transaksi yang menyebabkan harga Efek di Bursa Efek tetap, naik, atau turun dengan tujuan untuk memengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual, atau menahan Efek.

Berdasarkan uraian diatas, Undang-Undang Pasar Modal telah memberikan landasan hukum kemungkinan terjadinya perdagangan Efek melalui mekanisme *market maker* di pasar modal Indonesia. Tetapi dalam Undang-Undang Pasar Modal, peraturan terkait pelaksanaan *market maker* belum diatur. Sehingga untuk memberikan landasan hukum yang lebih jelas, maka perlu di atur terkait persyaratan dan mekanisme perdagangan Efek oleh *market maker*.⁸ Untuk menjaga likuiditas perdagangan Efek, Undang-Undang Pasar Modal telah menegaskan bahwa penjualan dan pembelian Efek oleh Perusahaan Efek selaku pembentuk pasar untuk rekeningnya sendiri secara terus menerus merupakan tindakan tertentu yang dikecualikan dari ketentuan manipulasi pasar.

⁷ Sawaluddin Siregar, “Perspektif Hukum Islam Mengenai Mekanisme Manipulasi Pasar Dalam Transaksi Pasar Modal,” *Yurisprudencia*, Vol. 3 No. 2 (2017): 70. <https://doi.org/10.24952/yurisprudencia.v3i2.1523>

⁸ Tim Studi Tentang *Market Maker* Di Pasar Modal Indonesia, Studi Tentang *Market Maker* Di Pasar Modal Indonesia (Departemen Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal), 86.

Aturan tersebut secara eksplisit menegaskan bahwa Perusahaan Efek dapat melakukan kegiatan sebagai *market maker* untuk rekeningnya sendiri, bukan untuk kepentingan nasabahnya, atau dengan kata lain Perusahaan Efek tersebut bertindak sebagai dealer. Mengingat tujuan dari mekanisme perdagangan melalui pembentuk pasar adalah menjaga likuiditas perdagangan Efek, maka dalam melakukan kegiatan sebagai *market maker* tersebut, Perusahaan Efek berkewajiban melakukan penjualan dan pembelian Efek tertentu.

Beberapa pengaturan berkaitan dengan kewajiban Perusahaan Efek sebagai *market maker* adalah sebagai berikut:⁹ (1) Kewajiban secara berkala atau terus menerus menyampaikan kuotasi bid dan offer yang kompetitif pada sistem kuotasi yang disediakan; (2) Kewajiban memberikan kuotasi bid dan offer yang kompetitif dalam hal diminta; (3) Ketersediaan, kemauan, dan kemampuan merealisasi transaksi dalam jumlah yang wajar pada harga kuotasi dengan broker atau dealer lain.

Market maker memiliki peranan penting menciptakan stabilisasi harga produk-produk keuangan dan menjaga likuiditas dari produk-produk tersebut di dalam transaksi keuangan dunia. Peranan *market maker* dirasakan semakin penting dan diakomodasikan dalam peraturan perundang-undangan yang terkait dengan kegiatan perdagangan produk-produk keuangan di berbagai pasar keuangan, baik pasar uang, pasar berjangka, pasar berjangka komoditi, maupun pasar modal.¹⁰

Pelaku pasar modal di negara yang pasar modalnya sudah maju dan modern sudah merasakan peranan *market maker* dalam perdagangan saham, obligasi, ataupun derivative. Hal ini disebabkan *market maker* sudah diperkenalkan dan kegiatannya diatur dalam peraturan perundang-undangan pasar modalnya. Negara-negara maju seperti Amerika, Jepang, Hongkong, dan lainnya sudah mengatur terkait keberadaan *market maker* di pasar modal mereka.

International Organization of Securities Commission (IOSCO) merekomendasikan beberapa ketentuan berkaitan dengan pengembangan *market maker* yang terdapat dalam laporan The Emerging Markets Committee yang berjudul *The Influence of Market makers in the Creation of Liquidity* pada bulan Mei 1999 yaitu: (1) Menetapkan persyaratan modal yang kuat, namun tidak membebani, tidak terlalu tinggi untuk mencegah *market maker* mengambil posisi dan mencegah manipulasi; (2) Menetapkan pendaftaran atau persyaratan perizinan yang ketat tidak untuk membatasi kelangkaan modal dan sumber daya manajerial; (3) Mengizinkan *spreads* yang dapat menjamin risiko mereka; (4) Dalam rangka untuk mengelola risiko mengizinkan *market maker* untuk melakukan short selling.

Pengaturan mengenai pelaku *market maker* selain persyaratan, permodalan, dan kewajibannya, hal yang tidak kalah penting adalah pengaturan mekanisme perdagangan. Secara prinsip, pengaturan mekanisme perdagangan ditujukan untuk memastikan bahwa Bursa Efek melaksanakan perdagangan yang teratur, wajar, dan efisien. Pengaturan mengenai mekanisme perdagangan secara rinci diatur oleh Bursa Efek. Mekanisme perdagangan oleh *market maker* tidak lepas dari ketentuan adanya kuotasi. Beberapa karakter dari kuotasi adalah sebagai berikut:

⁹ Tim Studi Tentang *Market Maker* Di Pasar Modal Indonesia, Studi Tentang Market Maker Di Pasar Modal Indonesia, 87.

¹⁰ Tim Studi Tentang *Market Maker* Di Pasar Modal Indonesia, Studi Tentang Market Maker Di Pasar Modal Indonesia, 17.

Pertama, Two-Sided Quotation yaitu *market maker* wajib membeli atau menjual Efek dimana dia menjadi *market maker* untuk rekeningnya sendiri secara berkesinambungan dan wajib menjaga *two-sided quotation* pada Bursa Efek. Dalam hal *market maker* melakukan update atas harga permintaan atau penawaran tanpa disertai update atas jumlah Efeknya, maka jumlah Efek yang dimasukkan pada harga tersebut adalah jumlah Efek yang sebelumnya.¹¹ Setiap anggota yang terdaftar sebagai *market maker* di Bursa Efek harus menampilkan jumlah kuotasi pada jumlah tertentu di mana penentuan jumlah tertentu tersebut mempertimbangkan hal-hal sebagai berikut: (a) Rata-rata volume perdagangan Efek selain perdagangan tutup sendiri pada Bursa Efek; (b) Harga permintaan; dan (c) Jumlah *market maker* pada satu Efek. Kewajiban menampilkan jumlah saham pada Efek tertentu dapat berubah tergantung dari keadaan tertentu sebagaimana ditentukan oleh Bursa Efek dan Bursa Efek dapat menerbitkan daftar jumlah yang Efek diwajibkan dari waktu ke waktu. *Market maker* berkewajiban untuk menjaga tampilan jumlah kuotasi yang diwajibkan pada jumlah batas minimum atau lebih yang diwajibkan.

Kedua, Firm Quotation yaitu *Market maker* yang menerima penawaran untuk membeli atau menjual dari anggota bursa yang lain wajib melakukan eksekusi untuk penawaran tersebut, setidaknya pada satu unit perdagangan yang normal. Dalam hal *market maker* menampilkan kuotasi dengan jumlah yang lebih besar dari satu unit perdagangan yang normal pada saat ia menerima penawaran jual atau beli dari anggota bursa dimaksud, maka *market maker* dapat mengeksekusi transaksi tersebut pada jumlah yang ditampilkan.¹²

Ketiga, Kuotasi wajar yang berhubungan dengan pasar. *Market maker* wajib memasukkan dan menjaga kuotasi pada tingkat yang wajar. Apabila tampilan kuotasi tersebut dianggap tidak wajar dengan pasar pada saat itu, Bursa Efek dapat mewajibkan *market maker* untuk dapat memasukkan kuotasi kembali. Apabila *market maker* yang mempunyai kuotasi yang dianggap tidak wajar tersebut gagal memasukkan kembali kuotasi, Bursa Efek dapat men-suspend kuotasi *market maker* tersebut untuk satu atau semua Efek Bursa Efek wajib memiliki mekanisme dalam hal *market maker* gagal memasukkan atau meng-update kuotasi, sebagai berikut: (1) Dalam hal *market maker* gagal memasukkan atau meng-update kuotasi, *market maker* tersebut wajib segera menghubungi Bursa Efek untuk meminta penarikan kuotasi; (2) Dalam hal *market maker* gagal memasukkan atau meng-update kuotasi dan *market maker* tersebut memilih untuk tetap dalam Bursa Efek, maka *market maker* tersebut harus mengeksekusi penawaran beli atau jual yang diterimanya dari anggota bursa yang lain pada jumlah kuotasinya melalui Bursa Efek.

Keempat, Kuotasi Wajar Yang Kompetitif, Market maker akan dapat dikeluarkan dan tidak dapat re- register sebagai *market maker* untuk Efek tertentu selama periode tertentu apabila average spread Efek tersebut lebih dari average spread dari dealer-dealer yang lain untuk Efek tersebut pada suatu periode tertentu.

Kelima, Locked and Crossed Market. *Market maker* dilarang memasukkan atau menjaga kuotasi di Bursa Efek selama jam kerja yang normal (kecuali dalam keadaan

¹¹ Lehar A., dan Yang C., "A Comparison of Alternative Liquidity Models," *Journal of Risk Finance*, (2001): 37-52.

¹² Comerton-Forde C., dan Rydge J., "Trade Execution Costs And Quote Clustering On The Australian Stock Exchange," *Journal of Financial Markets*, (2006): 321-353.

yang luar biasa) apabila: (1) Kuotasi Penawaran yang dimasukkan adalah sama dengan atau lebih besar dari kuotasi yang diminta oleh *market maker* yang lain untuk Efek yang sama; (2) Kuotasi Permintaan adalah sama dengan atau kurang dari kuotasi yang ditawarkan oleh *market maker* yang lain untuk Efek yang sama.

Hal lain yang perlu diatur dalam mekanisme perdagangan oleh *market maker* adalah kebijakan auto quote. Kebijakan ini melarang sistem yang disebut sebagai auto quote system untuk melakukan update quote secara otomatis atau melakukan tracking ke dalam kuotasi di suatu Bursa Efek. Larangan ini diperlukan untuk menghilangkan dampak negatif pada kapasitas dan operasi atas teknik auto quote tertentu di mana teknik ini dapat merubah track di dalam kuotasi yang secara otomatis bereaksi atas kuotasi yang lain yang dapat mengakibatkan kuotasi *market maker* jauh dari hasil pasar yang terbaik.

Market maker dimungkinkan untuk menarik kuotasi pada suatu Efek. Penarikan kuotasi dapat diberikan oleh Bursa Efek setelah memenuhi ketentuan-ketentuan yang dipersyaratkan. Beberapa alasan-alasan untuk melakukan penarikan sementara antara lain: (1) Keadaan di luar control dari *Market maker*, antara lain kerusakan atau permasalahan peralatan dan komunikasi, atau keadaan darurat, bencana alam; (2) Alasan-alasan hukum, antara lain aktivitas investment banking (dengan disertai dokumen-dokumen pendukung); (3) Kesalahan yang tidak disengaja dalam memelihara perjanjian kliring; (4) Kegiatan *Market maker* yang pasif dan berpartisipasi dalam secondary offering.

Market maker dalam pasar modal Indonesia cenderung dikaitkan dengan manipulasi pasar. Seperti yang telah diketahui, transaksi Efek di pasar modal tidak luput dari penyalahgunaan pihak tertentu yang bertujuan untuk memperkaya dirinya sendiri dengan melawan hukum sehingga merugikan investor.¹³ Salah satu jenis pelanggaran hukum di pasar modal adalah manipulasi pasar dalam transaksi saham. Manipulasi pasar dalam transaksi saham dapat mengakibatkan kerugian bagi investor. Manipulasi pasar bertujuan untuk memindahkan kekayaan investor kepada pelaku dengan mengatur harga melalui penawaran dan permintaan di pasar saham sehingga menyebabkan kerugian terhadap investor sedangkan pelaku mendapatkan keuntungan.

Istilah manipulasi pasar tidak disebutkan dalam Undang-Undang Pasar Modal. Undang-Undang Pasar Modal hanya mengatur terkait perbuatan yang dilarang dalam Pasal 91 dan 92. Dalam rangka memahami makna manipulasi pasar yang diatur dalam Pasal 91 dan 92, para ahli hukum memberikan definisi dari manipulasi pasar. Berdasarkan apa yang diatur dalam Pasal 91 dan 92 Undang-Undang Pasar Modal, menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) manipulasi adalah upaya kelompok atau perseorangan untuk memengaruhi perilaku, sikap dan pendapat orang lain tanpa orang itu menyadarinya.¹⁴ Menurut pendapat ahli hukum, Indra Safitri mendefinisikan manipulasi pasar adalah suatu tindakan yang tidak mencerminkan tindakan yang sebenarnya dengan maksud atau tujuan tertentu, tersembunyi, yakni menciptakan gambaran semu (*false impression*) kepada pihak lain agar pihak yang terpengaruh melakukan tindakan jual beli suatu Efek pada harga yang diinginkan pelaku manipulasi.¹⁵ Indra Safitri mengatakan

¹³ Indra Safitri, *Transparansi, Independensi dan Pengawasan Kejahatan Pasar Modal* (Jakarta: Safitri & Co. Go Global Book, 1998), 10.

¹⁴ Tim Penyusun Kamus Pusat Bahasa Departemen Pendidikan Nasional, *Kamus Besar Bahasa Indonesia* (Jakarta: Balai Pustaka, 2001), 712.

¹⁵ Safitri, *Transparansi, Independensi dan Pengawasan Kejahatan Pasar Modal*, 10.

“Manipulasi pasar merupakan modus kejahatan yang menggunakan mekanisme pasar sebagai alat untuk menciptakan pembentukan harga yang dijadikan objek untuk mencapai tujuan yang diinginkan oleh pelaku”.¹⁶

Sawaluddin Siregar menyimpulkan bahwa manipulasi pasar adalah perbuatan beberapa pihak yang bersekongkol untuk mengambil keuntungan finansial bagi dirinya sendiri atau pihak lain dengan melakukan perbuatan yang melawan hukum menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga saham suatu perusahaan sehingga mempengaruhi keputusan yang diambil oleh investor membeli, menjual atau menahan saham yang dimiliki dengan cara melakukan serangkaian transaksi Efek di pasar modal tidak didasarkan pada mekanisme penawaran dan permintaan yang sebenarnya untuk menciptakan harga Efek yang semu.¹⁷

Berdasarkan pengertian diatas dapat disimpulkan manipulasi pasar adalah perbuatan seseorang atau beberapa orang yang bersekongkol untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan dengan memanfaatkan mekanisme penawaran dan permintaan untuk menetapkan pembentukan harga yang diinginkan dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan sehingga mempengaruhi investor dalam menentukan keputusan untuk membeli, menjual, atau mempertahankan saham yang dimilikinya.

Market maker dalam pasar modal Indonesia mendapat stigma negatif bagi pelaku pasar modal. *Market maker* dalam pasar modal melakukan mekanisme transaksi pasar dengan memanfaatkan keseimbangan penawaran jual dan permintaan beli saham untuk mempengaruhi pergerakan harga saham. *Market maker* ketika akan menggerakkan harga suatu saham biasanya mencari saham yang murah, tidak liquid atau bahkan saham yang mati.¹⁸ Dalam mengambil keputusan investasi, investor sangat memerlukan informasi yang benar dan akurat. Salah satu informasi yang dibutuhkan oleh investor adalah informasi mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar atau harga di bursa Efek yang dapat dilihat dari kekuatan penawaran jual dan permintaan beli saham.

Tingkat fluktuasi (naik turunnya) penawaran dan permintaan jual beli saham di pasar modal menjadi landasan bagi investor untuk menilai dan memutuskan untuk membeli, menjual atau menahan sahamnya. Sehingga perubahan titik keseimbangan (equilibrium) antara penawaran dan permintaan saham sangatlah berpengaruh besar bagi investor untuk mengambil keputusan. Ketika terjadi peningkatan penawaran jual saham sedangkan permintaan beli menurun maka bukan hanya saham tersebut akan mengalami penurunan, tetapi juga mengandung arti bahwa terdapat masalah terkait kinerja, keuangan, prospek usaha atau kredibilitas emiten. Kondisi ini mengakibatkan investor cenderung akan menjual sahamnya untuk menghindari kerugian dan emiten tersebut akan dihindari oleh calon investor yang ingin membelinya.¹⁹

Sebaliknya, jika penawaran jual saham menurun dan permintaan beli meningkat, maka harga saham tersebut akan mengalami kenaikan dan mengandung arti bahwa

¹⁶ Safitri, Tranparansi, Independensi dan Pengawasan Kejahatan Pasar Modal, 191.

¹⁷ Sawaluddin Siregar, “Perspektif Hukum Islam Mengenai Mekanisme Manipulasi Pasar Dalam Transaksi Pasar Modal,” 72.

¹⁸ Edson Jonkarlo, Lu Sudirman, dan Hari Sutra Disemadi, “Manipulasi Pasar Di Bursa Efek Indonesia Oleh *Market Maker*: Perlindungan Investor?,” *Jurnal Komunikasi Hukum*, Vol. 8 No. 1 (2022): 223. <https://doi.org/10.23887/jkh.v8i1.44061>.

¹⁹ Sawaluddin Siregar, “Perspektif Hukum Islam Mengenai Mekanisme Manipulasi Pasar Dalam Transaksi Pasar Modal,” 79.

kinerja, keuangan, prospek usaha atau kredibilitas suatu emiten mengalami peningkatan. Sehingga investor yang ingin memperoleh keuntungan dari kenaikan harga emiten tersebut tertarik untuk membelinya. Sedangkan investor yang telah memiliki saham emiten tersebut dapat memutuskan untuk tidak menjual atau menahan saham yang dimilikinya sampai harga saham tersebut mencapai harga yang diinginkan.²⁰

Fluktuasi (naik turunnya) harga saham yang disebabkan oleh perubahan penawaran dan permintaan saham di pasar modal seharusnya terjadi secara normal, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan investor untuk mengambil keputusan rasional dalam menjual, membeli atau menahan sahamnya. Akan tetapi fluktuasi yang terjadi di pasar modal adakalanya terjadi secara tidak normal melainkan adanya rekayasa yang dilakukan oleh pihak-pihak tertentu untuk memperoleh keuntungan.

Mekanisme transaksi yang dilakukan oleh *market maker* dalam menggerakkan harga saham memiliki tiga tahapan yaitu akumulasi, partisipasi, dan distribusi. Tahapan-tahapan tersebut tidak hanya berlaku untuk saham-saham yang berkapitalisasi kecil, tetapi juga untuk saham-saham yang berkapitalisasi sedang dan besar.²¹ Dalam memanipulasi saham, *market maker* melakukan beberapa tahapan antara lain:

Pertama, Fase Akumulasi (*Mark Down*) adalah ketika suatu saham mulai dikumpulkan secara besar-besaran oleh *market maker*. Dalam fase ini volume perdagangan saham mengalami kenaikan yang signifikan, hal ini disebabkan *market maker* melakukan pembelian saham dalam jumlah yang besar. *Market maker* membeli saham-saham yang mengalami downtrend atau pada saat konsolidasi untuk mendapatkan harga yang murah. Tujuan *market maker* dalam melakukan pembelian dalam jumlah besar adalah untuk menciptakan kelangkaan dengan mengurangi jumlah saham yang beredar. Sesuai dengan teori penawaran dan permintaan, semakin sedikit jumlah barang yang beredar, semakin tinggi permintaan, maka semakin mahal harganya.²² Ketika peredaran suatu saham sedikit, sedangkan permintaannya banyak maka harga saham tersebut akan mengalami kenaikan. Durasi *market maker* dalam mengumpulkan saham memiliki jangka waktu yang bervariasi mulai dari harian, mingguan, hingga bulanan. Dalam fase akumulasi *market maker* melakukan beberapa mekanisme manipulasi pasar untuk menurunkan harga suatu saham agar mendapatkan harga saham yang murah.

Market maker pada fase akumulasi akan berusaha menurunkan harga saham sampai harga saham tersebut menyentuh harga yang diinginkan oleh *market maker*. Sehingga *market maker* dapat mengumpulkan saham sebanyak-banyaknya dengan harga yang murah. Berikut ini mekanisme manipulasi pasar yang dilakukan oleh *market maker* dalam fase akumulasi: (a) False Rumor, *Market maker* melakukan akumulasi dengan memanfaatkan momentum ketika muncul berita negatif tentang suatu saham atau bahkan sengaja membuat berita palsu (false rumor) yang negatif tentang suatu saham. Ketika muncul suatu berita negatif tentang suatu saham, harga saham tersebut akan mengalami penurunan dikarenakan terjadinya peningkatan penawaran jual saham. Investor ritel yang terpengaruh oleh berita negatif akan menjual sahamnya untuk menghindari kerugian dari penurunan harga saham. Hal inilah yang diinginkan oleh *market maker* untuk mendapat

²⁰ Sawaluddin Siregar, "Perspektif Hukum Islam Mengenai Mekanisme Manipulasi Pasar Dalam Transaksi Pasar Modal," 80.

²¹ Edson Jonkarlo, Lu Sudirman, dan Hari Sutra Disemadi, "Manipulasi Pasar Di Bursa Efek Indonesia Oleh *Market Maker*: Perlindungan Investor?," 224.

²² William Hartanto, *Tao Of Bandarmology* (Jakarta: PT Gramedia, 2017), 21.

harga saham yang murah ketika harga saham mengalami penurunan; (b) Rekayasa Penawaran (*False Demand*), *Market maker* dalam memanipulasi harga suatu saham membuat rekayasa penawaran (*false demand*) dengan melakukan penawaran palsu (*fake offer*) secara besar-besaran dalam transaksi di pasar modal yang bertujuan untuk menciptakan gambaran semu seolah-olah saham tersebut akan terjadi penjualan besar-besaran sehingga mengalami penurunan harga jual. Rekayasa penawaran yang dilakukan oleh *market maker* dapat menyebabkan harga saham turun secara tidak normal karena dapat mempengaruhi investor untuk menjual sahamnya agar tidak mengalami kerugian;²³

Kedua, Setelah *market maker* melakukan akumulasi untuk menciptakan kelangkaan saham yang beredar adalah menaikkan harga saham (*markup*). *Market maker* akan melakukan transaksi semu untuk menaikkan harga saham dengan menciptakan optimisme pasar sehingga menarik minat investor ritel agar membeli saham yang telah dikumpulkan. Ketika investor ritel tertarik membeli saham tersebut harga saham akan mengalami kenaikan dikarenakan tingginya permintaan beli sedangkan jumlah saham yang beredar semakin sedikit. Berikut ini mekanisme yang dilakukan *market maker* dalam memanipulasi harga saham pada fase *markup*: (1) *False Supply*, *market maker* melakukan permintaan palsu (*fake bid*) dalam jumlah yang besar untuk menciptakan gambaran semu seolah-olah saham tersebut banyak diminati oleh para investor. *Fake bid* dapat mempengaruhi investor dalam mengambil keputusan untuk membeli saham karena menganggap saham tersebut akan mengalami kenaikan. Ketika investor ritel berbondong membeli saham yang telah dimiliki oleh *market maker*, maka otomatis saham tersebut akan mengalami kenaikan yang signifikan; (2) *Wash Sale*, pada fase ini *market maker* akan melakukan manipulasi dalam transaksi saham dengan menggunakan metode *matching order*, yaitu investor melakukan perintah jual beli secara bersamaan untuk menciptakan gambaran adanya perdagangan yang aktif dengan likuiditas yang tinggi. untuk menaikkan harga.²⁴ Transaksi jual beli yang dilakukan oleh *market maker* pada fase ini tidak terjadi perubahan kepemilikan saham (*wash sale*). Hal ini disebabkan transaksi berasal dari satu pihak atau orang yang sama dengan menggunakan orang lain yang berada dibawah perintahnya;

Ketiga, Fase terakhir *market maker* dalam memanipulasi harga saham adalah fase distribusi. Ketika kenaikan harga saham telah mencapai target yang diinginkan. *Market maker* mulai melepas kepemilikan sahamnya ke pasar sehingga penawaran atas saham mengalami kenaikan. Tingginya jumlah penawaran saham dalam pasar modal dapat menyebabkan menurunnya harga saham tersebut.²⁵ Pada fase awal distribusi harga saham masih cenderung bergerak naik, hal ini disebabkan *market maker* melepas sahamnya sedikit demi sedikit untuk mengelabui pasar agar tidak curiga. Ketika memasuki fase menengah, kenaikan harga saham akan terbatas atau bahkan datar dikarenakan jumlah penawaran yang dilakukan oleh *market maker* mengalahkan permintaan dari investor ritel. Untuk menyelesaikan proses distribusi saham yang dimiliki, *market maker* akan mengelola harga dengan melakukan pembelian kembali dengan tujuan menaikkan gairah beli dari investor ritel dan agar harga tidak jatuh terlalu awal sebelum distribusi selesai. Selanjutnya memasuki tahap akhir, ketika penjualan dianggap cukup *market maker* akan melakukan penjualan dengan volume penawaran yang masif sehingga terjadi penurunan harga secara signifikan. Ketika *market maker* melakukan distribusi secara masif, akan

²³ William Hartanto, *Tao Of Bandarmology*, 92.

²⁴ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern* (Bandung: PT Citra Aditya Bakti, 2001), 160-162.

²⁵ William Hartanto, *Tao Of Bandarmology*, 27.

terjadi kepanikan untuk menjual saham (*panic selling*) sehingga harga saham akan mengalami penurunan dan mekanisme pasar akan kembali normal sebelum terjadinya manipulasi.

Dari paparan mekanisme transaksi yang dilakukan *market maker* diatas, *market maker* melakukan serangkaian transaksi dalam menggerakkan suatu harga saham menciptakan gambaran semu dan menyebarkan informasi yang menyesatkan seolah-olah saham tersebut memiliki likuiditas yang tinggi. Akan tetapi likuiditas yang terjadi hanya bersifat sementara. Apabila setelah fase distribusi *market maker* tidak membeli sahamnya kembali, saham tersebut akan mengalami penurunan yang signifikan dan bahkan kehilangan likuiditas karena terjadi lonjakan penjualan yang tinggi tanpa adanya permintaan.

Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (selanjutnya disingkat UUPM) merupakan perangkat hukum yang mengatur pasar modal di Indonesia. Perbuatan manipulasi pasar diatur di dalam Pasal 91 dan 92 UUPM. Pasal 91 UUPM memuat aturan bahwa “Setiap Pihak dilarang melakukan tindakan baik langsung, maupun tidak langsung, dengan tujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga Efek di bursa.” Sedangkan dalam Pasal 92 UUPM memuat aturan bahwa “Setiap pihak, baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama dengan pihak lain, dilarang melakukan dua transaksi Efek atau lebih baik langsung maupun tidak langsung, sehingga menyebabkan harga Efek di bursa Efek tetap, naik atau turun dengan tujuan memengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual atau menahan Efek.”

Berdasarkan penjelasan mekanisme *market maker* dalam menggerakkan harga diatas, mekanisme transaksi yang dilakukan oleh *market maker* dapat digolongkan sebagai praktik manipulasi. *Market maker* melakukan serangkaian transaksi yang menciptakan gambaran semu terkait kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga Efek di Bursa Efek. Dalam pasar modal, masyarakat pemodal sangat memerlukan informasi mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga Efek. Hal ini tercantum dalam penjelasan resmi yang terdapat di dalam Pasal 91 UUPM menyatakan bahwa “Masyarakat pemodal sangat memerlukan informasi mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga Efek di bursa Efek yang tercermin dari kekuatan penawaran jual dan permintaan beli Efek sebagai dasar untuk mengambil keputusan investasi dalam Efek.”

UUPM dalam Pasal 92 melarang setiap pihak yang berkecimpung di pasar modal melakukan manipulasi pasar sebagaimana dalam penjelasan resmi pada Pasal 92 UUPM yang menyatakan bahwa “Ketentuan ini melarang dilakukannya transaksi Efek oleh satu pihak atau beberapa pihak yang bersekongkol sehingga menciptakan harga Efek yang semu di bursa Efek karena tidak didasarkan pada kekuatan permintaan jual atau beli Efek yang sebenarnya dengan maksud menguntungkan diri sendiri atau pihak lain”. Aturan terkait larangan manipulasi juga diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan pada Pasal 18 huruf d Nomor 9/POJK.04/2019 Tentang Perantara Pedagang Efek Untuk Efek Bersifat Utang dan Sukuk melarang praktik manipulasi pasar dan memberikan informasi yang palsu.

Pasal-pasal diatas secara jelas mengatur larangan mengenai perbuatan manipulasi pasar yang menyebabkan investor mengambil keputusan yang salah. Aturan manipulasi pasar dalam UUPM dan OJK merupakan suatu upaya untuk menjamin kepentingan

investor yang jujur agar dapat berinvestasi secara aman dan nyaman di pasar modal.²⁶ Akan tetapi, praktik manipulasi pasar masih banyak terjadi sehingga menyebabkan kerugian bagi investor.

Seperti yang telah diketahui dengan berkembangnya teknologi, penyebaran informasi sangat mudah untuk didapatkan. Informasi mengenai suatu saham seperti kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga Efek dapat diperoleh secara langsung atau saat itu juga. *Market maker* mampu memanfaatkan perkembangan teknologi dalam transaksi di Bursa Efek sehingga menemukan celah untuk melakukan praktik manipulasi dengan menyebarkan informasi yang menyesatkan dan menciptakan gambaran semu yang dapat memengaruhi keputusan investor dalam mengambil keputusan dalam berinvestasi. Untuk itu sebagai tindakan untuk memberikan perlindungan hukum pada investor, Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai lembaga yang mempunyai kewenangan untuk mengatur mengenai keanggotaan, mekanisme perdagangan, dan pengawasan memberikan kepastian hukum dengan melakukan pencegahan terhadap terjadinya kejahatan dan pelanggaran pada ketentuan dan Undang-Undang yang berlaku.

Upaya yang dilakukan oleh BEI adalah dengan mengedukasi serta mensosialisasikan bentuk-bentuk kejahatan dan pelanggaran dalam pasar modal danantisipasi kejahatan kepada investor awam. BEI melakukan pengawasan dengan mengawasi layar monitor yang terkoneksi pada sistem perdagangan bursa untuk mengawasi secara langsung jalannya perdagangan Efek dan melihat segala aktivitas terkait dengan perkembangan harga, pelaksanaan transaksi, kedalaman pasar dan lainnya. BEI dapat melakukan tindakan tegas dalam melakukan pengawasan perdagangan seperti melakukan pemeriksaan, meminta kejelasan dan keterbukaan informasi kepada perusahaan yang tercatat, melakukan penerbitan *Unusual Market Activity* (UMA) terhadap pergerakan harga suatu Efek serta memberikan suspensi atas Efek perusahaan tercatat dan suspensi atas anggota bursa Efek.

Unusual Market Activity (UMA) merupakan istilah yang digunakan di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk menggambarkan aktivitas perdagangan atau pergerakan harga suatu saham yang dianggap tidak biasa atau tidak wajar. UMA dapat terjadi ketika ada perubahan signifikan dalam harga saham, volume perdagangan yang tidak proporsional, atau adanya lonjakan aktivitas perdagangan yang tiba-tiba dalam suatu saham. BEI membuat aturan terkait UMA sebagai upaya untuk mengidentifikasi suatu indikasi terjadinya kecurangan. Hal ini bertujuan untuk meningkatkan kesadaran investor agar berhati-hati dalam menganalisa semua informasi yang tersedia dalam melakukan transaksi di pasar modal.

Bursa Efek Indonesia (BEI) juga memiliki aturan *Auto Rejection* Atas dan Bawah yang digunakan untuk melindungi investor dan menjaga kestabilan pasar. *Auto Rejection* Atas adalah mekanisme yang digunakan untuk mencegah terjadinya pergerakan harga saham yang ekstrim atau tidak wajar ke atas.²⁷ Jika harga suatu saham naik melebihi batas tertentu dalam periode waktu tertentu, transaksi beli yang dilakukan di atas batas tersebut akan secara otomatis ditolak atau dibatalkan oleh sistem perdagangan BEI. Hal ini

²⁶ Sawaluddin Siregar, "Perspektif Hukum Islam Mengenai Mekanisme Manipulasi Pasar Dalam Transaksi Pasar Modal," 74.

²⁷ Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia No. Kep-00055/BEI/03-2023 perihal Peraturan Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas.

bertujuan untuk mencegah terjadinya kenaikan harga yang terlalu tajam dan melindungi investor dari risiko pergerakan harga yang tidak stabil.

Sedangkan *Auto Rejection Bawah* adalah mekanisme yang digunakan untuk mencegah terjadinya pergerakan harga saham yang ekstrim atau tidak wajar ke bawah. Jika harga suatu saham turun melebihi batas tertentu dalam periode waktu tertentu, transaksi jual yang dilakukan di bawah batas tersebut akan secara otomatis ditolak atau dibatalkan oleh sistem perdagangan BEI. Hal ini bertujuan untuk mencegah terjadinya penurunan harga yang terlalu tajam dan melindungi investor dari risiko kerugian yang signifikan. *Aturan Auto Rejection Atas dan Bawah* ini ditetapkan oleh BEI untuk menjaga kestabilan dan keadilan pasar serta melindungi investor. Penting bagi investor dan pelaku pasar untuk memahami aturan ini dan memperhatikan batasan harga yang berlaku agar dapat mengambil keputusan investasi yang bijaksana dan mematuhi peraturan yang ada.

Market Maker Ditinjau Menurut Fatwa DSN-MUI

Aturan terkait manipulasi pasar juga diatur dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek. Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) telah menetapkan fatwa tentang Penerapan Prinsip Syariah Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek untuk dijadikan pedoman.

Perdagangan Efek dalam pasar modal harus dilandaskan dengan prinsip syariah seperti prinsip kehati-hatian, serta tidak diperbolehkan melakukan manipulasi, spekulasi dan melakukan transaksi yang mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *rasywah*, *maksiat*, *taghrir*, *dzhaliim*, *ghissy*, *najasy*, *ihtikar*, *bai' al-a'dum*, *ghabn*, dan *tadlis*.

Manipulasi pasar yang dilakukan oleh *market maker* dalam transaksi di pasar modal merupakan perbuatan yang dilarang karena mencari keuntungan dengan merugikan orang lain, sehingga termasuk perbuatan mengambil harta orang lain secara bathil.

Hal ini berdasarkan QS. Al-Nisa' ayat 29:

"Hai orang yang beriman! Janganlah kalian memakan (mengambil) harta orang lain secara batil, kecuali jika berupa perdagangan yang dilandasi atas sukarela diantara kalian dan janganlah kamu membunuh dirimu. Sungguh Allah Maha Penyayang kepadamu".

Praktek manipulasi yang dilakukan oleh *market maker* termasuk dalam kategori perbuatan yang bertentangan dengan prinsip syariah dalam fatwa DSN-MUI. Tindakan-tindakan tersebut antara lain:

Pertama, *Ihtikar* adalah membeli suatu barang yang sangat diperlukan masyarakat pada saat harga mahal dan menimbunnya dengan tujuan untuk menjualnya kembali dengan harga yang lebih mahal. Praktik ihtikar bertentangan dengan prinsip-prinsip ekonomi Islam yang menganjurkan adanya keadilan, kebebasan, dan keterbukaan dalam pasar. Praktik ini dapat menyebabkan distorsi harga dan mengakibatkan ketidakstabilan pasar, serta dapat memberikan keuntungan yang tidak wajar kepada pihak yang menimbun barang. Dalam Islam, praktik ihtikar dianggap tidak etis dan dapat merugikan masyarakat luas. Mekanisme manipulasi pasar yang termasuk dalam kategori ihtikar yang dilakukan oleh *market maker* adalah *cornering*, yaitu pola transaksi yang terjadi pada saham dengan kepemilikan publik yang sangat terbatas. Terdapat upaya dari pemegang saham mayoritas (*market maker*) untuk menciptakan supply semu yang menyebabkan penurunan harga.

Kedua, Tadlis yaitu tindakan menyembunyikan kecacatan obyek akad yang dilakukan oleh penjual untuk mengelabui pembeli seolah-olah obyek akad tersebut tidak cacat. Dalam konteks pasar saham, tadlis terjadi ketika seorang pelaku pasar dengan sengaja menyembunyikan atau mengubah informasi yang penting tentang suatu saham atau instrumen keuangan. Hal ini bertujuan untuk menarik minat investor atau memanipulasi harga saham tersebut. Pelaku tadlis dapat melakukan hal seperti memberikan rekomendasi palsu, menyembunyikan informasi penting, atau melakukan transaksi palsu untuk menciptakan kesan permintaan atau penawaran yang tidak sebenarnya. Mekanisme manipulasi yang termasuk dalam kategori tadlis adalah misleading information yaitu tindakan yang membuat pernyataan atau keterangan yang tidak benar dan menyesatkan sehingga memengaruhi harga saham.

Ketiga, Taghrir yaitu tindakan untuk memengaruhi orang lain dengan ucapan maupun tindakan yang mengandung kebohongan agar terdorong untuk melakukan transaksi. Mekanisme manipulasi yang termasuk dalam kategori taghrir adalah wash sale yaitu transaksi jual beli yang tidak mengalami perubahan kepemilikan atas suatu saham dengan tujuan untuk menaikkan harga atau menurunkan harga dengan kesan seolah-olah harga terbentuk melalui transaksi yang wajar.

Keempat, Najsy adalah tindakan menawar harga barang dengan harga lebih tinggi tanpa bermaksud untuk membelinya sehingga memberi kesan banyak pihak yang berminat membelinya. Mekanisme manipulasi yang termasuk kategori najsy adalah pump and dump yaitu transaksi suatu Efek yang diawali pergerakan harga up trend, disebabkan oleh serangkaian transaksi beli secara besar-besaran yang membentuk kenaikan harga sehingga mencapai level harga tertinggi. Setelah harga mencapai level tertinggi pihak-pihak yang berkepentingan melakukan penjualan dengan volume yang signifikan sehingga mendorong terjadinya penurunan harga. Tujuan dari ini adalah untuk memperoleh keuntungan dengan menjual di harga tertinggi.

Simpulan

Market maker dalam transaksi pasar modal memiliki peran dalam menciptakan stabilisasi harga dan menjaga likuiditas suatu saham. Pelaku pasar modal di negara yang pasar modalnya sudah maju, telah merasakan peranan *market maker* dalam perdagangan saham, obligasi, ataupun derivative. Hal ini dikarenakan *market maker* sudah diperkenalkan dan kegiatannya diatur dalam perundang-undangan pasar modalnya. Akan tetapi di pasar modal Indonesia, *market maker* cenderung melakukan praktik manipulasi pasar yang melanggar ketentuan Undang-Undang Pasar Modal dalam pasal 91 dan 92. Sehingga menyebabkan kerugian bagi para investor karena menciptakan gambaran semu baik dari segi kualitas maupun likuiditas suatu saham. Dalam Pasal 94 Undang-Undang Pasar Modal, Bapepam atau OJK memiliki kewenangan untuk menetapkan tindakan tertentu yang dapat dilakukan oleh Perusahaan Efek yang bukan termasuk perbuatan yang dilarang sebagaimana yang diatur dalam pasal 91 dan 92. Sehingga secara implisit Undang-Undang Pasar Modal telah memberikan landasan hukum kemungkinan terjadinya perdagangan Efek melalui mekanisme *market maker* di Pasar Modal Indonesia. Akan tetapi di Indonesia belum ada peraturan pelaksanaan dari ketentuan *market maker* dan untuk memberikan landasan hukum yang lebih jelas tentang mekanisme perdagangan Efek oleh *market maker*. Berdasarkan Fatwa DSN MUI, *market maker* dalam bertransaksi di pasar modal Indonesia telah melanggar prinsip-prinsip syariah yang telah ditetapkan seperti melakukan manipulasi, spekulasi dan melakukan transaksi yang mengandung

unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maisir*, *rasywah*, *taghrir*, *zhalim*, *ghissy*, *najasy*, *ihtikar*, *ba'i al-a'dum*, *ghabn*, dan *tadlis*.

Daftar Pustaka:

- A., Lehar, dan Yang C. "A Comparison of Alternative Liquidity Models," *Journal of Risk Finance*, (2001): 37-52.
- CNBC Indonesia, "Diusut Jalur Hukum Gerak Akrobat Saham POSA Memakan Korban", 22 Juli 2019, diakses pada 14 April 2021, <https://www.cnbcindonesia.com/market/20190722090309-17-86479/diusut-jalur-hukum-gerak-akrobat-saham-posa-memakan-korban>
- Darmadji, Tjiptono, dan Hendy M. Fakhruddin. *Pasar Modal di Indonesia Edisi Ketiga*. Jakarta: Salemba Empat, 2012.
- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No: 80/DSn-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah Dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas Di Pasar Reguler Bursa Efek.
- Forde-Comerton, C., dan Rydge J. "Trade Execution Costs And Quote Clustering On The Australian Stock Exchange," *Journal of Financial Markets*, (2006): 321-353.
- Fuady, Munir. *Pasar Modal Modern*. Bandung: PT Citra Aditya Bakti, 2001.
- Harjono. *Hukum Penanaman Modal*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2007.
- Hartanto, William. *Tao Of Bandarmology*. Jakarta: PT Gramedia, 2017.
- Investasi Kontan, "OJK temukan tindak pidana di Kasus SIAP", 15 Maret 2016, diakses pada 14 April 2021, <https://investasi.kontan.co.id/news/ojk-temukan-tindak-pidana-di-kasus-siap>
- Jonkarlo, Edson, Lu Sudirman, dan Hari Sutra Disemadi. "Manipulasi Pasar Di Bursa Efek Indonesia Oleh *Market maker*: Perlindungan Investor?," *Jurnal Komunikasi Hukum*, Vol. 8 No. 1 (2022): 224. <https://doi.org/10.23887/jkh.v8i1.44061>
- Peraturan Bursa Efek Indonesia Nomor I-A Tentang Pembatasan Transaksi Efek.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 9/POJK.04/2019 Tentang Perantara Pedagang Efek Untuk Efek Bersifat Utang dan Sukuk.
- Safitri, Indra. *Tranparansi, Independensi dan Pengawasan Kejahatan Pasar Modal*. Jakarta: Safitri & Co. Go Global Book, 1998.
- Siregar, Sawaluddin. "Prespektif Hukum Islam Mengenai Mekanisme Manipulasi Pasar Dalam Transaksi Pasar Modal," *Yurisprudentia*, Vol. 3, No. 2 (2017): 70. <https://doi.org/10.24952/yurisprudentia.v3i2.1523>
- Soekanto, Soerjono dan Sri Mamudji. *Penelitian Hukum Normatif Suatu Tinjauan Singkat*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persda, 2014

Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia No. Kep-00055/BEI/03-2023 perihal Peraturan Nomor II-A tentang Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas.

Tim Penyusun Kamus Pusat Bahasa Departemen Pendidikan Nasional. *Kamus Besar Bahasa Indonesia*. Jakarta: Balai Pustaka, 2001.

Tim Penyusun Pedoman Penulisan Karya Ilmiah Fakultas Syariah Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang. 2020.

Tim Studi Tentang *Market maker* Di Pasar Modal Indonesia. *Studi Tentang Market maker Di Pasar Modal Indonesia* (Departemen Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal Proyek Peningkatan Efisiensi Pasar Modal).

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.