

REFLEKSI DINAMIKA HUKUM

Rangkaian Pemikiran dalam Dekade Terakhir

Kata Pengantar :
Ketua Mahkamah Agung RI
Menteri Hukum dan HAM RI



**Analisis Komprehensif tentang Hukum
oleh 63 Akademisi dan Praktisi Hukum**

Didedikasikan untuk Tokoh Hukum: Prof. Dr. Komar Kantaatmadja, S.H., LL.M.

19. "Memanfaatkan ASEAN Law Association (ALA) untuk Meningkatkan Kapasitas Komunitas Hukum Indonesia" (*Prof. Mardjono Reksodiputro*) 309

BAGIAN III : HUKUM EKONOMI DAN PEMBANGUNAN HUKUM NASIONAL

1. "Hakikat dan Wewenang Organ Perseroan Terbatas menurut Undang-Undang tentang Perseroan Terbatas UU No. 40 Tahun 2007" (*Fred B.G Tumbuan*) 319
2. "Perkembangan Undang-Undang Perseroan Terbatas No. 40 Tahun 2007" (*Dr. Frans H. Winarta, S.H., M.H.*) 337
3. "The Parents Responsibility for Their Children Based on Indonesian Law No.1, 1974" (*Prof. Dr. H. Lili Rasjidi, S.H., S.Sos., LL.M.*) 346
4. "Perkembangan Hukum Acara Persaingan Usaha di Indonesia" (*Syamsul Ma'arif, S.H., LL.M., Ph.D.*) 351
5. "Perkembangan dan Problematika Pengaturan Persaingan Usaha dalam Sistem Hukum Indonesia" (*Dr. Karlie Hanafi Kalianda, S.H., M.H.*) 364
6. "Hukum Agraria Dalam Perkembangan dan Realisasi Penegakannya" (*Dr. Supraba Sekarwati Widjayani, S.H., C.N.*) 375
7. "Putusan Pengadilan dalam Penyelesaian Sengketa Pertanahan Hak Guna Usaha" (*HA. Prof. Rehgena Purba, S.H., M.S.*) 382
8. "Badan Hukum Pendidikan (BHP) sebagai Penyelenggara Pendidikan Menurut Undang-undang No. 20 Tahun 2003 tentang Sistem Pendidikan Nasional" (*Prof. Dr. H. Man Suparman, S.H., S.U.*) 401
9. "Perjanjian Bagi Hasil Minyak dan Gas Bumi Dalam Perspektif Hukum Indonesia" (*Hoesein Wiriadinata, S.H., M.H.*) 414
10. "Persoalan Tumpang Tindih Wilayah Kontrak Karya Pertambangan dan Kawasan Hutan: Suatu Kajian Hukum" (*Mulyana, Emir Kusumaatmadja, Reza Syarief*) 422
11. "Urgensi Pembaruan Hukum Perdata Terkait dengan Perkembangan Objek dan Transaksi Bisnis (Studi tentang Perkembangan Objek dan Transaksi Bisnis di Pasar Modal)" (*Dr. Hj. Lastuti Abubakar, S.H., M.H.*) 431
12. "Actio Popularis (Citizen Lawsuit) Dalam Perspektif Hukum Acara Perdata Indonesia" (*Efa Laela Fakhriah, S.H., M.H.*) 445
13. "Bedah Kasus Sengketa Merek Terkenal & Yurisprudensi Mahkamah Agung RI" (*Prof. Dr. Mieke Komar, S.H., MCL., C.N.*) 453
14. "Plagiarism Piracy as an Infringement on Copy Right Law" (*Prof. Dr. Eddy Damian, S.H.*) 472

acc
13/09
TI

43/09
11

**URGENSI PEMBARUAN HUKUM PERDATA TERKAIT DENGAN PERKEMBANGAN
OBJEK DAN TRANSAKSI BISNIS
(STUDI TENTANG PERKEMBANGAN OBJEK DAN TRANSAKSI BISNIS DI PASAR
MODAL) ***

**A. PASAR MODAL SEBAGAI ALTERNATIF PEMBIAYAAN DAN INVESTASI
GLOBAL**

Era globalisasi yang ditandai dengan semakin terbukanya akses ke pasar internasional, menciptakan peluang sekaligus tantangan bagi Indonesia untuk dapat menarik investasi asing guna menunjang pembangunan ekonomi. Peluang ini dimanfaatkan oleh Pasar modal Indonesia sebagai alternatif pembiayaan dunia usaha dan wahana investasi dalam bentuk portofolio (*portfolio investment*). Dukungan teknologi informasi turut mempermudah pergerakan arus barang, modal dan sumber daya manusia yang memiliki skill dan teknologi dari suatu negara ke negara lain. Akibatnya, proses integrasi pasar uang dan pasar modal baik nasional maupun internasional berlangsung cepat. Selain itu, setidaknya ada isu-isu perekonomian dunia yang turut mendukung Pasar Modal Indonesia untuk memanfaatkan peluang investasi, yakni ¹:

1. Secara keseluruhan *output* dunia diperkirakan mengalami pertumbuhan yang cukup baik. Prediksi Bank Dunia menunjukkan bahwa negara-negara krisis di Asia Timur akan mempunyai tingkat pertumbuhan rata-rata per tahun ke dua terbesar setelah negara-negara Asia Pasifik.
2. Pola investasi dunia akan mengalami perubahan secara drastis, dari investasi langsung (*direct investment*) menjadi investasi portofolio (*portfolio investment*).
3. Semakin berperannya mekanisme pasar dalam perkembangan ekonomi baik di pasar barang, pasar uang maupun pasar modal.

Mengingat hal-hal di atas, Pasar Modal Indonesia memiliki peluang untuk dapat menarik investor agar menanamkan modalnya di Indonesia, karena pada prinsipnya, arus uang dan modal bergerak menuju negara yang iklim investasinya menjanjikan penghasilan (*expected rate of return*) yang paling tinggi dengan tingkat risiko yang sama atau lebih kecil.² Untuk memanfaatkan peluang tersebut, Pasar Modal Indonesia harus menyesuaikan sarana investasi dan regulasinya dengan standar internasional dan dituntut mampu menciptakan iklim investasi yang kondusif. Berdasarkan studi yang dilakukan FIBV (*International Federation of Stock Exchanges*) bahwa orientasi Pasar Modal adalah menciptakan pasar

*Tulisan ini di muat dalam buku Komar Kantaatmadja, *Refleksi Dinamika Hukum; Rangkaian Pemikiran Dalam Dekade Terakhir*, Bandung 2008

¹ Bapepam, *Cetak Biru Pasar Modal Indonesia Indonesia 2002-2004*, Bapepam, Jakarta, 2002.

² Syahrir Ika dan Singgih Riphath, *strategi Pengendalian Pasar Modal Indonesia dari Pengaruh Investor Asing*, Institut Bankir Indonesia, Jakarta, 1997, hlm .87.

yang likuid dan efisien. Sejalan dengan itu, IOSCO (*International Organization of Securities Commission*) sebagai otoritas pasar modal dunia juga telah mengeluarkan *IOSCO basic principles* bagi otoritas pasar modal sedunia, yang bertujuan untuk melindungi para investor, menjamin terbentuknya pasar modal yang efisien, wajar dan transparan serta mengurangi risiko sistemik. Prinsip-prinsip tersebut berkaitan dengan dengan lembaga pengawas, lembaga bursa efek, penegakan hukum, kerjasama di bidang pengaturan, emiten dan perusahaan publik, skema investasi kolektif, lembaga intermediasi, dan pasar sekunder³. Untuk mewujudkan kondisi tersebut, pasar modal dunia cenderung meningkatkan hal-hal yang terkait dengan keterbukaan, infrastruktur pasar, kliring dan penyelesaian transaksi, jenis instrumen yang diperdagangkan, serta pelayanan terhadap nasabah dan teknologi.⁴ Terkait dengan jenis instrumen, *International Federation of Stock Exchanges* mensyaratkan agar pasar modal memiliki standar internasional, salah satunya adalah **pengembangan pasar derivatif**. Pasar modal Indonesia, sebagaimana halnya pasar yang sedang berkembang mempunyai karakteristik yang menonjol berupa keterbatasan instrumen pasar modal. Oleh karena itu, pengembangan pasar derivatif sebagai objek transaksi bisnis di pasar modal Indonesia tidak terlepas dari tuntutan pasar modal global agar memanfaatkan peluang dan perubahan peta sistem keuangan dunia yang kini menuju *International Market Integration*⁵. Hal ini pula yang menjadi alasan bagi pasar modal Indonesia untuk memuat pengembangan pasar derivatif sebagai salah satu arah pengembangan pasar modal yang dituangkan dalam *Master Plan* Pasar Modal Indonesia 2005-2009 berkaitan dengan perluasan produk dan jasa⁶. Berdasarkan alasan –alasan sebagaimana dikemukakan, Pasar modal Indonesia merasa perlu mengembangkan produk derivatif seperti *Futures* (Kontrak Berjangka) dan *Option* (opsi).

Sejak tahun 2000, Pasar Modal di Indonesia melalui Bursa Efek Surabaya telah memperkenalkan instrumen derivatif berupa *Indeks Futures* (Kontrak Berjangka Indeks Efek), yang dikenal dengan nama *LQ 45 Futures* dan pada tahun 2006 Bursa Efek Jakarta memperkenalkan produk derivatif lain yaitu *Stock Option* (Kontrak Opsi Saham). Eksistensi ke 2 jenis derivatif tersebut mengacu pada Pasal 1 Angka 5 Undang-Undang Nomor : 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal (UUPM) yang mengatur bahwa :” Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan Kontrak Investasi Kolektif, kontrak berjangka atas efek dan **setiap derivatif** dari efek”.Selanjutnya penjelasan pasal 1 Angka 5 UUPM mempertegas arti

³ Lihat OICV-IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2003.

⁴ Bapepam, *Master Plan Pasar Modal Indonesia 2005-2009*, Jakarta, 2005, hlm.25.

⁵ Lihat Don M Chance, *Op.cit*, hlm:4. Lihat pula Patrick L Young, *The New Capital Market Revolution-The Winner, The Loser, and The Future of Finance*, Texere, New York, 2003, hlm:xxxv.

⁶ BAPEPAM, *Master Plan Pasar Modal Indonesia 2005-2009*, Jakarta, 2005, hlm:22.

derivatif sebagai turunan dari efek, baik efek yang bersifat utang maupun yang bersifat ekuitas seperti opsi⁷ dan waran⁸. Pengertian yang diberikan Pasal 1 Angka 5 UUPM dan penjelasannya tersebut, bersifat numeratif, dalam arti memungkinkan pengembangan produk derivatif lainnya. Dalam perkembangannya produk derivatif di pasar modal ini telah jauh meninggalkan produk utamanya, yaitu saham dan obligasi sebagai surat berharga. Salah satu produk derivatif yang semakin eksis adalah indeks saham, baik indeks saham lokal maupun luar negeri sebagai objek transaksi dalam Kontrak Berjangka Indeks Efek.⁹ Menarik untuk dikaji adalah indeks efek sebagai sekumpulan angka yang menunjukkan fluktuasi harga saham di bursa pada kurun waktu tertentu¹⁰.

Perkembangan derivatif sebagai objek transaksi di pasar modal ini, di sisi lain memunculkan permasalahan hukum yang memerlukan kajian lebih lanjut. Pertama, transaksi derivatif oleh sebagian orang dipandang sangat spekulatif, sehingga dipersepsikan dan dianggap sebagai bentuk perjudian atau pertaruhan yang berdasarkan Pasal 1774 KUHPerdara merupakan perjanjian untung-untungan. Selanjutnya Pasal 1788 KUHPerdara mengatur bahwa “undang-undang tidak memberikan suatu tuntutan hukum dalam halnya suatu utang yang terjadi karena karena perjudian atau pertaruhan”. Berdasarkan sistem hukum perjanjian dalam KUHPerdara, perjanjian untung-untungan digolongkan ke dalam perikatan alam (*natuurlijk verbintenis*). Dalam perikatan alam, apabila salah satu pihak tidak memenuhi kewajibannya, maka pihak lainnya tidak memiliki hak tuntutan (*haftung*). Apabila derivatif dipahami sebagai perjanjian untung-untungan, hal ini berarti tidak ada jaminan kepastian hukum bahwa investor yang berinvestasi pada produk derivatif akan memperoleh hak-haknya. Permasalahan hukum ke dua adalah eksistensi derivatif sebagai instrumen pasar modal, telah sangat jauh meninggalkan unsur-unsur surat berharga sebagai benda. Hal ini menyisakan permasalahan apakah derivatif ini dapat dikatakan sebagai surat berharga yang memiliki sifat-sifat kebendaan sehingga dapat menjadi objek transaksi, termasuk transaksi bisnis di pasar modal. Sistem hukum benda sebagaimana diatur dalam Buku II KUHPerdara, mengartikan benda sebagai segala sesuatu yang dapat menjadi objek hak milik dan merupakan bagian hukum kekayaan.¹¹

⁷ Opsi adalah hak yang dimiliki Pihak untuk membeli atau menjual kepada pihak lain sejumlah efek pada harga dan dalam waktu tertentu.

⁸ Waran adalah efek yang diterbitkan suatu perusahaan yang memberi hak kepada pemegang efek untuk memesan saham dari perusahaan tersebut pada harga tertentu setelah 6 bulan atau lebih sejak efek dimaksud diterbitkan.

⁹ Bursa Efek Indonesia telah memperdagangkan indeks saham yang diperdagangkan di bursa dalam negeri yaitu *LQ 45 Futures* dan beberapa indeks Bursa Asing seperti indeks *Nikkei*, indeks *Dow Jones*

¹⁰ Indeks saham dapat berupa indeks saham individual dan indeks saham gabungan.

¹¹ Benda sebagai bagian dari hukum harta kekayaan ini dapat dilihat antara lain dari Pasal 501, 503, 508 dan Pasal 511 KUHPerdara.

Di Indonesia, kasus transaksi derivatif di pasar uang yang terjadi antara Bank Niaga dan Surya Duta Makmur Tbk yang diputus oleh Mahkamah Agung RI No : 246/Pdt/1999 merupakan salah satu contoh lemahnya pemahaman sebagian pihak tentang transaksi derivatif. Selain itu, transaksi derivatif yang terkesan rumit masih belum dipahami tidak saja oleh masyarakat awam, bahkan oleh sebagian pelaku pasar. Banyaknya contoh kasus tentang runtuhnya perusahaan-perusahaan besar di dunia semakin menguatkan persepsi negatif terhadap transaksi derivatif ini. Kebangkrutan *Barings Bank* di Inggris pada tahun 1995 akibat manajer investasinya *Nick Lesson* terjebak dalam transaksi derivatif *Indeks Nikkei Futures*, merupakan contoh konkrit betapa besarnya risiko berinvestasi pada derivatif. Kesalahan *Lesson* adalah melakukan transaksi derivatif tanpa mengindahkan prinsip-prinsip berinvestasi pada derivatif secara benar sehingga menyebabkan karirnya berakhir di penjara. *Barings Bank* mengalami kerugian 1.330 juta US\$, jumlah yang lebih besar dari modal *Barings Bank* yang hanya 615 juta US\$. Berikut ini beberapa kerugian yang diakibatkan transaksi derivatif ¹²

Kerugian Perusahaan/Pemerintah Akibat Transaksi Derivatif
 Sumber: Roy Sembel & Tedi Fardiansyah "Sekuritas Derivatif : Madu dan Racun ?"

PERUSAHAAN	TANGGAL	INSTRUMEN	KERUGIAN (US \$ JUTA)
Orange County, CA	Desember 1994	Reverse Repo	1.850
Showa Shell Sekiyu, Japan	Februari 1993	Currency Forwards	1.580
Kashima Oil, Japan	April 1994	Currency Forward	1.450
Metallgesellschaft, Germany	Januari, 1994	Oil Futures	1.340
Baring, UK	Februari 1995	Stock Index Futures	1.330
Ashanti, Ghana	Oktober 1999	Gold "exotics"	570
Yakult Honsha, Japan	Maret 1994	Stock Index Derivatif	523
Codelco, Chile	Januari 1994	Cooper Futures	200
Protect & Gambler, US	April 1994	Differential Swaps	157
Nat West, UK	Februari 1997	Swaptions	127

Kasus-kasus di atas memperkuat anggapan bahwa berinvestasi pada instrumen derivatif merupakan investasi yang tingkat risikonya sangat tinggi karena bersifat spekulatif.

Sepanjang sikap spekulatif ini disertai dengan pengetahuan bahwa risiko harus siap ditanggung dan kerugian siap diterima, maka hal ini menjadi lazim karena memang spekulasi merupakan ciri atau karakteristik berinvestasi di pasar modal. Yang menjadi tidak lazim adalah upaya menghindari risiko dengan mengelak bertanggung jawab dengan alasan bahwa derivatif mengandung unsur perjudian. Oleh karena itu, hukum pasar modal, baik undang-undang, maupun peraturan yang dikeluarkan otoritas pasar modal dan lembaga-

¹² Roy Sembel & Tedy Fardiansyah, *Sekuritas Derivatif :Madu dan Racun?*, hlm.4

lembaga terkait, perlu mengakomodasikan serta memberikan landasan hukum bagi transaksi derivatif ini agar setiap pelaku pasar memperoleh kepastian dan perlindungan hukum dalam bertransaksi.

B. TRANSAKSI DERIVATIF SEBAGAI SARANA LINDUNG NILAI (*HEDGING*)

Keberadaan transaksi derivatif sebagai transaksi yang berkembang dalam praktik bisnis di Pasar modal dimungkinkan berdasarkan asas kebebasan berkontrak¹³ dan sistem terbuka¹⁴ yang dianut oleh hukum perjanjian di Indonesia. Para pihak diperkenankan membuat perjanjian dengan nama baru, menentukan klausul-klausul yang disepakati serta mengambil bentuk perjanjian yang dikehendaki, selain yang sudah diatur dalam Buku III KUHPerduta, sepanjang memenuhi syarat keabsahan suatu perjanjian sebagaimana diatur dalam Pasal 1320 KUHPerduta¹⁵. Pemahaman bahwa transaksi derivatif diragukan keabsahannya, karena tidak memiliki kausa yang halal (*unlawful cause*) merupakan implikasi dari pandangan bahwa transaksi derivatif dianggap sebagai perjanjian untung-untungan berdasarkan KUHPerduta. Padahal, apabila fungsi transaksi derivatif dalam kegiatan ekonomi dipah ami secara benar, maka keberadaan derivatif menjadi lazim dalam kegiatan di pasar modal dan dapat diterima serta disikapi secara benar.

Secara umum, transaksi derivatif didefinisikan sebagai perjanjian atau kontrak antara dua pihak dimana pembayaran atau pertukaran atau *cash flow* didasarkan pada aset yang mendasarinya seperti nilai tukar, suku bunga, indeks saham, dan komoditi. Dengan kalimat sederhana transaksi derivatif adalah perjanjian yang objeknya derivatif. Oleh karena itu, perlu dipahami secara benar apa yang dimaksud dengan derivatif. Selain dalam penjelasan Pasal 1 Angka 5 UUPM yang mengatur jenis derivatif, dalam hukum positif Indonesia istilah derivatif ditemukan dalam Surat Keputusan Direksi Bank Indonesia Nomor: 28/119/Kep/Dir tanggal 28 Desember 1995 tentang Transaksi Derivatif yang mendefinisikan sebagai "suatu kontrak atau perjanjian pembayaran yang nilainya merupakan turunan dari nilai instrumen yang mendasarinya seperti suku bunga, nilai tukar, komoditi, ekuiti dan indeks, baik yang diikuti dengan pergerakan dana atau tanpa pergerakan dana/instrumen. Ketentuan tersebut hanya berlaku dalam lingkup perbankan, sehingga tidak dapat dijadikan acuan bagi transaksi derivatif yang ada di luar kegiatan perbankan. Sebagai acuan dapat dipergunakan

¹³ Asas Kebebasan Berkontrak ini dapat disimpulkan dari ketentuan Pasal 1338 Ayat 1 KUHPerduta yang mengatur bahwa "*Semua persetujuan yang dibuat secara sah berlaku sebagai undang-undang bagi mereka yang membuatnya*"

¹⁴ Sistem terbuka Buku III KUHPerduta disimpulkan dari Pasal 1319 KUHPerduta yang mengatur bahwa "*Semua perjanjian, baik yang mempunyai nama khusus, maupun yang tidak terkenal dengan suatu nama tertentu, tunduk pada peraturan umum Buku III KUHPerduta.*"

¹⁵ Pasal 1320 KUHPerduta bersifat memaksa, artinya semua perjanjian yang dibuat para pihak harus memenuhi syarat yang ditentukan. Tidak dipenuhinya syarat-syarat sahnya perjanjian dalam Pasal 1320 menyebabkan perjanjian dapat dibatalkan atau batal demi hukum.

beberapa pengertian derivatif dalam beberapa literatur. *Corpus Juris Secundum* mengartikan derivatif sebagai “ *A noun, that which is derived, anything obtained or deduced from another*”¹⁶. Sejalan dengan itu, *Black’s Law Dictionary* mengartikan derivatif sebagai “ *Coming from another; taken from something preceding, secondary.that which has not its origin in itself, but owes its existence to something foregoing,..*”¹⁷ Don M Chance mengartikan derivatif sebagai bentuk investasi yang didefinisikan sebagai berikut : “ *Derivatives are instruments whose returns are derived from those of other instruments.that is, their performance depends on how another asset performed*’.

Berdasarkan definisi-definisi di atas, dapat disimpulkan bahwa derivatif adalah instrumen yang eksistensinya bergantung pada instrumen lain atau diturunkan dari instrumen lain (*underlying assets*). Dalam kegiatan bisnis,dikenal beberapa produk derivatif yaitu : *futures/forwards*, *Options* dan *Swaps*. *Law Dictionary* mengartikan *Futures* sebagai :” *agreements whereby one person agrees to sell a commodity at a certain time ini the futures for a certain price*”¹⁸ . Secara sederhana *Futures* adalah kontrak atau perjanjian untuk menjual atau membeli suatu produk pada waktu tertentu dan harga tertentu. Selanjutnya *option* diartikan sebagai “ hak untuk membeli (*call option*) dan menjual (*put option*)atas saham induk /saham acuan (*underlying*) dalam jumlah dan harga pelaksanaan tertentu (*strike price/exercise price*) serta berlaku dalam periode tertentu ¹⁹. *Forward* mirip dengan *Futures*, namun ditransaksikan di pasar yang tidak terorganisasi. Semula, baik *forward* maupun *futures* digunakan untuk produk pertanian untuk mengatasi ketidakpastian harga jual hasil panen untuk berbagai produk yang dihasilkan. Hal ini mendorong para petani untuk menjual produk mereka dengan harga yang telah ditetapkan sebelumnya, sehingga esensi dari *futures* adalah upaya untuk menghindari kerugian yang berpotensi timbul di masa datang. Dalam perkembangannya, dengan semakin banyak pihak-pihak yang menggunakan kontrak, mulailah dipikirkan untuk membuat kontrak dengan spesifikasi standar dan memperdagangkannya di bursa yang terorganisasi.²⁰

Saat ini transaksi derivatif berkembang menjadi transaksi yang lazim dilakukan oleh lembaga-lembaga keuangan seperti perbankan, pasar modal dan pasar komoditi dengan tujuan yang beragam, namun tujuan utamanya adalah untuk mengantisipasi risiko dalam kegiatan bisnis yang tidak dapat diprediksi. Hal ini terkait dengan konsep paling sederhana

¹⁶ Francis J Ludes & Harold J Gilbert, *Corpus Juris Secundum*, The American Law Book Co, Brooklyn N.Y, Vol I,1956,hlm.264.

¹⁷ Henry Campbell Black, *Black’s Law Dictionary*, St Paul, Minn, West Publishing Co, 1991,hlm.305.

¹⁸ Steeven H Gifis, *Law Dictionary*, Barron’s Educational Series,Inc, New York, 1996,hlm.216.

¹⁹ Jakarta Stock Exvhange, *Kontrak Opsi Saham-Instrumen Lindung Nilai &Peluang Derivatif*,JSX, Jakarta,2004, hlm: 5.

²⁰ Jake Bernstein, *How The Futures Market Words*, New York Institute of Finance, 1989,hlm. 16.

berkenaan dengan keuangan yaitu “*the time value of money*”²¹. Secara sederhana, konsep tersebut menggambarkan bahwa nilai uang pada hari ini tidak akan sama dengan nilai uang dalam jumlah yang sama pada saat yang akan datang. Berbagai risiko dapat terjadi terhadap nilai uang tersebut, dan salah satu kemungkinannya adalah menyusutnya nilai uang. Cara investasi konvensional yang biasa digunakan adalah dengan menyimpan uang di Bank dan menerima bunga sebagai *return*. Seiring dengan waktu, makin beragam alternatif investasi yang menawarkan *return* yang optimal. Selain menjadi alternatif investasi yang dapat menghasilkan keuntungan dengan mengharapkan *capital gain*, derivatif digunakan sebagai salah satu cara mengelola risiko ketidakpastian atau melakukan lindung nilai (*hedging*) dan berperan strategis dalam menjaga likuiditas dan reliabilitas harga *underlying assets*. Dengan demikian, keuntungan ekonomis derivatif sebagai objek transaksi dapat dilihat dari 3 aspek :

1. Instrumen yang bermanfaat dalam pengalokasian risiko secara lebih efisien sekaligus berperan dalam proses *price discovery*. Transaksi derivatif memungkinkan terbentuknya mekanisme risiko yang efisien dari *hedgers* yang ingin menghindari risiko kepada spekulator yang tertarik untuk menerima risiko tersebut. Secara umum, walaupun *hedging* atau lindung nilai ini dapat meminimalisasi risiko, namun sebenarnya risiko tersebut tidak hilang, melainkan dialihkan kepada pelaku pasar lainnya, yakni spekulator. Di sisi lain, spekulator juga mempengaruhi harga sehingga harga lebih mencerminkan secara tepat nilai ekonomis dari *underlying assetsnya (price discovery)*, selanjutnya harga pasar diharapkan dapat merefleksikan seluruh informasi yang tersedia atau harga pasar yang efisien.
2. Informasi harga ; keberadaan derivatif di pasar modal tidak semata-mata disebabkan keinginan untuk mentransfer risiko, namun juga disebabkan karena pelaku pasar memiliki perbedaan informasi dan ekspektasi berkaitan dengan harga yang tepat (*correct value*) dari suatu *underlying assets* tertentu. Transaksi yang didasarkan pada perbedaan informasi inilah yang dikenal dengan kegiatan spekulatif. Secara konseptual, masyarakat akan diuntungkan dengan adanya kegiatan spekulasi ini, karena analisis dan pencarian informasi, yang menjadi dasar dari transaksi ini menyebabkan harga derivatif dan *underlying assetsnya* akan bereaksi mendekati *correct value*nya, dan pada akhirnya akan memperbaiki kualitas harga dan sumber daya ekonomi akan teralokasikan dengan baik.

²¹ Patrick L Young, *The New Capital Market Revolution- The Winner, The Loser, and The Futures of Finance*, Texere, New York, 2003, hlm xxxv.

3. *Leverage effect* ; manfaat derivatif lainnya adalah terletak pada rendahnya biaya transaksi yang dibutuhkan dibandingkan dengan bertransaksi langsung pada underlying assetsnya. Sebagai contoh, biaya transaksi Kontrak Berjangka Indeks Efek diperkirakan hanya 1/15 dari biaya transaksi sahamnya.

Berdasarkan fungsi derivatif di atas, maka keberadaan derivatif sebagai objek transaksi bisnis merupakan kebutuhan bagi para investor untuk menghindari risiko investasi, selain memberikan alternatif investasi. Nyatalah, bahwa keberadaan derivatif sebagai objek dan transaksi yang berkembang dalam praktik bisnis, khususnya di pasar modal dapat diterima dengan mempertimbangkan manfaat ekonominya. Hal ini sejalan dengan gagasan *Posner*- yang terinspirasi oleh pemikiran *Bentham* dengan *Utility theory*- melalui *economic analysis of law*, bahwa “ *law becomes an economic tool, to be utilised efficiently for the maximisation of happiness*”²².

C. URGENSI PEMBARUAN HUKUM PERJANJIAN DAN HUKUM BENDA GUNA MENUNJANG PENGEMBANGAN DERIVATIF SEBAGAI OBJEK TRANSAKSI BISNIS

Kendala aspek hukum yang dihadapi derivatif sebagai objek transaksi bisnis dapat diantisipasi dengan mengakomodasikan kepentingan (manfaat) derivatif ini dalam pembaruan hukum perdata, khususnya hukum perjanjian dan hukum benda guna mengikuti perkembangan transaksi bisnis yang tumbuh pesat. Gagasan pembaruan hukum perjanjian dan hukum benda ini dimaksudkan untuk memberikan landasan hukum sekaligus memberi arah bagi pengembangan pasar modal agar dapat memenuhi fungsinya sebagai alternatif pembiayaan dan sarana investasi yang sesuai dengan tuntutan global. Hukum perjanjian Indonesia pada dasarnya terbuka terhadap perkembangan dan tuntutan global, namun demikian, mengingat transaksi bisnis, khususnya hukum pasar modal sangat dipengaruhi oleh *common law system*, maka diperlukan penyesuaian terhadap perjanjian-perjanjian yang secara konseptual tidak dikenal dalam sistem hukum perjanjian Indonesia.

1. Gagasan Pembaruan Hukum Perjanjian

Urgensi pembaruan hukum perjanjian menjadi relevan mengingat persepsi terhadap transaksi derivatif yang masih beragam, dalam arti masih ada yang menafsirkan bahwa transaksi derivatif ini tidak lebih dari transaksi yang bersifat spekulatif, sehingga secara ekstrim dianggap sebagai suatu bentuk perjudian. Persepsi yang keliru ini timbul karena dalam praktik, para investor yang melakukan

²² Cavendish Publishing Limited, *Jurisprudence*, Cavendish Publishing Limited, London, 200, hlm :95.

transaksi derivatif ini sebagian besar memang memposisikan diri sebagai spekulator. Kondisi ini terjadi karena produk derivatif di pasar modal Indonesia masih terbatas jenisnya, sehingga fungsinya masih sebagai alternatif investasi. Di sisi lain, masih terdapat jenis investor lain dalam transaksi derivatif ini yaitu investor yang memposisikan diri sebagai *hedger* dan *arbitrageur*. Investor sebagai *hedger* akan memanfaatkan derivatif sebagai cara untuk mengurangi risiko yang timbul akibat investasi dalam portofolio investasi, baik terhadap risiko sistematis maupun non sistematis. Investor jenis ini akan berkembang apabila *underlying assets* yang diperdagangkan di pasar spot jumlah dan kualitasnya memadai, sehingga derivatif dapat digunakan untuk mengamankan investasinya. Sementara itu, keberadaan derivatif sebagai objek transaksi dapat digunakan oleh arbitrageur untuk memperoleh keuntungan dari adanya perbedaan harga pada pasar derivatif dan pasar spot.

Persepsi yang tidak tepat di atas ditunjang oleh ketentuan dalam Pasal 1774 dan Pasal 1788 KUHPerdara yang mengelompokkan perjudian ke dalam perjanjian untung-untungan sebagai perikatan alam, yaitu perikatan yang tidak mewajibkan debitur untuk melaksanakan kewajiban dan undang-undang tidak memberikan suatu tuntutan hukum dalam hal utang yang terjadi. Ketentuan-ketentuan di atas digunakan oleh sebagian debitur untuk melepaskan diri dari tanggung jawab membayar dan menyatakan kreditur yang menagih sebagai pihak yang telah melakukan perbuatan melawan hukum, yaitu melanggar ketentuan undang-undang.

Berdasarkan latarbelakang di atas, maka diperlukan penegasan bahwa transaksi derivatif tidak termasuk ke dalam perjanjian untung-untungan melainkan salah satu jenis transaksi yang berkembang dalam praktik bisnis. Penulis cenderung mengacu pada model pembaruan hukum perdata yang dilakukan oleh Belanda, mengingat sistem hukum yang dianut sama, sehingga pembaruan hukum perdata Belanda secara konseptual lebih mudah diterima dibandingkan pola yang dianut negara dengan sistem *common law*, yang menggunakan yurisprudensi untuk melakukan penemuan hukum.

NBW secara tegas memasukkan perjanjian yang berkaitan dengan kurs dan naik turunnya nilai uang (termasuk transaksi derivatif) ini sebagai bagian dari perjanjian untung-untungan (*van kans overeenkomsten*) dan memisahkan pengaturannya dengan perjudian dan pertaruhan (*spel en weddenschap*), walaupun keduanya masuk dalam titel yang sama. Pengaturan ini berbeda dengan KUHPerdara yang konkordan dengan BW lama. Artikel 1811.1.2 NBW memasukkan "*overeenkomsten tot verrekening van eenkoers of prijsverschil*" ini sebagai perjanjian untung-untungan yang merupakan perjanjian khusus (*bijzondere overeenkomst*). Selanjutnya, Artikel 1825 NBW tetap mengatur bahwa perjudian dan pertaruhan

sebagai perjanjian yang digolongkan sebagai perikatan alam, karena hutang yang ditimbulkan dari perjanjian tersebut tidak mempunyai hak tuntutan. Hal ini dapat disimpulkan dari Artikel 1825 NBW yang mengatur sebagai berikut : '*De wet staat geen ergsvording toe, ter zake van eene schuld uit spel of uit weddingschap voorgesproten*'. Pengaturan dalam NBW memberikan landasan hukum yang kokoh bagi eksistensi transaksi derivatif dalam hukum perjanjian. Dengan demikian, pengaturan transaksi derivatif dalam ketentuan bursa di Belanda pun memiliki landasan hukum. Tidak demikian halnya dengan KUHPerdara, seluruh jenis perjanjian untung-untungan masih diklasifikasikan sebagai perikatan alam, yang tidak memberikan hak tuntutan. Pengaturan yang demikian menjadi salah satu hambatan bagi pengembangan transaksi derivatif, khususnya di pasar modal.

Pengakuan transaksi derivatif sebagai jenis perjanjian yang berkembang di pasar modal, tidak hanya didukung oleh pembaruan hukum perjanjian saja, namun memerlukan dukungan dari putusan-putusan hakim yang juga mempunyai persepsi yang benar, sehingga apabila terjadi sengketa yang berkaitan dengan derivatif, tidak sampai pada kesimpulan yang menyesatkan dengan menganggap derivatif sebagai sarana perjudian. Disini, putusan pengadilan atau yurisprudensi memegang peran yang sangat penting dalam menemukan hukum, baik dengan cara melakukan penafsiran maupun dengan melakukan konstruksi hukum. Hal inilah yang dilakukan oleh hakim di negara-negara *common law system* ketika mengubah *futures* (kontrak berjangka) sebagai salah satu jenis transaksi derivatif yang semula ilegal dan tidak dapat dipertahankan di muka pengadilan menjadi transaksi yang legal. Hal ini dapat dilihat dari terminologi *futures* "*formerly, such speculative agreements were generally unenforceable in court of law as being against public policy because they were a form of gambling*"²³.

Penggunaan yurisprudensi sebagai sarana penemuan hukum dan pembentukan hukum di Indonesia memang tidak semudah di negara-negara *common law*, mengingat yurisprudensi di Indonesia bukanlah sumber hukum yang utama dan bersifat tidak mengikat, sehingga dapat diabaikan. Berbeda dengan negara-negara *common law* yang menganut asas *stare decisis* atau asas *precedent*, yaitu asas kekuatan mengikat dari yurisprudensi. Mengacu pada kenyataan di atas, gagasan pembaruan Buku III KUHPerdara, khususnya tentang penafsiran dan pengaturan tentang perjanjian untung-untungan yang dianggap sebagai hambatan bagi perkembangan derivatif sebagai objek transaksi, yang dianggap mengandung unsur spekulatif (untung-untungan) menjadi relevan. Pembaruan hukum perjanjian dapat

²³ Steven H Gifis, *Law Dictionary*, Barron's Educational Series Inc, New York, 1996, hlm : 211.

dilakukan dengan mempertimbangkan beberapa hal yang membedakan antara transaksi derivatif yang bersifat spekulatif dengan perjanjian untung-untungan.

a. Spekulasi tidak selalu buruk

Dalam teori ekonomi, spekulasi atau pihak yang berspekulasi mempunyai fungsi positif dalam mekanisme pasar. Pertama, spekulasi merupakan sumber likuiditas bagi pasar; kedua, spekulasi akan menjual di saat harga mahal dan membeli di saat harga rendah, sehingga harga yang terbentuk mencerminkan nilai intrinsiknya²⁴. Ketiga, keberadaan spekulasi memungkinkan adanya transfer risiko dari investor yang bermain aman kepada para spekulasi yang berani mengambil risiko. Buruknya konotasi spekulatif terjadi karena tindakan-tindakan para spekulasi yang menggunakan dananya secara besar-besaran untuk mempengaruhi permintaan dan penawaran sehingga harga yang terbentuk menjadi tidak wajar. Dalam praktik pasar uang, tindakan ini disebut serangan spekulatif, yang tujuannya menjatuhkan atau mengangkat nilai suatu mata uang. Meskipun nilai intrinsik dari suatu instrumen atau komoditas tidak berubah, namun bila terjadi ketimpangan besar dalam permintaan dan penawaran, harga pasarnya dapat berubah secara signifikan untuk sementara waktu²⁵.

b. Adanya kepentingan merupakan unsur yang dominan dalam transaksi derivatif, yaitu sebagai sarana lindung nilai (hedging). Di era bisnis global yang rentan terhadap perubahan, dapat dikatakan bahwa kegiatan bisnis menjadi tidak dapat diramalkan (unpredictable), sehingga merupakan suatu kebutuhan bila pemilik modal melakukan tindakan –tindakan untuk menyelamatkan investasinya.

c. Analog dengan perjanjian asuransi yang semula dikategorikan sebagai perjanjian untung-untungan, namun kemudian diatur dalam KUHD dan peraturan perundang-undangan lainnya, sehingga menjadi perjanjian yang dibutuhkan dalam kegiatan bisnis. Beberapa alasan yang sama, bahwa transaksi derivatif tidak sama dengan perjudian atau perjanjian untung-untungan, antara lain: adanya risiko. Ada atau tidaknya transaksi derivatif, risiko tetap ada. Adanya transaksi derivatif hanyalah alat untuk memindahkan risiko kepada orang lain, dan bersamaan dengan itu berusaha untuk mengurangi atau menghilangkannya. Sementara itu, pada perjudian risiko baru akan ada setelah perjanjian untuk mengadakan permainan judi diadakan. Kalau perjanjian ditiadakan maka risiko sama sekali tidak muncul. Selanjutnya, dalam transaksi derivatif, kejadian belum

²⁴ Nilai intrinsik adalah nilai pasar. Lihat ELIPS, *Kamus Hukum Ekonomi ELIPS*, Jakarta, hlm:90.

²⁵ Roy Sembel & Tedy Fardiansyah, *Op.cit*, hlm.10.

pasti akan terjadi, tidak ada pihak yang untung atau rugi dan bermanfaat bagi perekonomian. Berdasarkan uraian di atas, penulis berpendapat bahwa transaksi derivatif yang bersifat spekulatif tidak sama dengan perjudian, mengingat derivatif mempunyai fungsi yang sama dengan asuransi, yaitu sebagai sarana untuk mengalihkan risiko investasi, memberikan perlindungan terhadap nilai investasi (mencari kepastian harga) ditengah ketidakpastian harga (bisnis), menciptakan efisiensi biaya karena dengan melakukan salah satu jenis transaksi derivatif, yaitu kontrak berjangka komoditi, yang pada prinsipnya membeli sekarang, membayar dan mengambil komoditi nanti, maka pelaku usaha dapat menghemat biaya simpan, bunga dan asuransi serta bermanfaat bagi pengembangan pasar modal, yang berarti bermanfaat bagi perekonomian Indonesia.

Penulis berpendapat bahwa perubahan unsur spekulatif dalam transaksi derivatif menjadi kepentingan merupakan hal yang wajar untuk menciptakan kepastian dan perlindungan hukum bagi pemilik modal. Selain alasan tersebut, mengacu pada fungsi hukum sebagai sarana pembaharuan masyarakat, dan bertujuan menciptakan ketertiban dalam kehidupan manusia sehingga tercapainya keadilan sebagai tujuan akhir. Berdasarkan pertimbangan-pertimbangan sebagaimana diuraikan, maka transaksi derivatif dapat diterima sebagai transaksi bisnis yang bermanfaat bagi investor pasar modal khususnya, dan sistem keuangan pada umumnya. Namun demikian, untuk memberikan kepastian hukum, maka hukum perjanjian Indonesia sudah saatnya mengakomodasikan perkembangan-perkembangan transaksi bisnis, termasuk transaksi di pasar modal.

2. Gagasan Pembaruan Hukum Benda

Permasalahan kedua terkait dengan produk derivatif di pasar modal adalah kedudukan derivatif dalam sistem hukum benda, khususnya *indeks futures*, dimana yang menjadi objek transaksi adalah indeks efek, yaitu kumpulan angka yang menunjukkan pergerakan harga saham dalam waktu tertentu. Berbeda dengan kebendaan lain sebagai objek transaksi, dalam transaksi jual beli maka objek transaksi akan diserahkan dan menjadi hak pembeli, selanjutnya pembeli memiliki hak-hak kebendaan yang melekat pada benda sebagai objek transaksi. pembeli selaku pemilik baru berhak melakukan perbuatan-perbuatan hukum terhadap benda miliknya antara lain seperti mengalihkan dan menjaminkan.

Sementara itu, dalam transaksi derivatif berupa Kontrak Berjangka Indeks Efek (*Indeks Futures*), sifat kebendaan ini tidak tampak. Kumpulan angka (indeks

efek) yang diperdagangkan adalah milik orang lain, contohnya Indeks LQ45 milik Bursa Efek Indonesia, atau indeks DJIA milik *Dow Jones*. Untuk menggunakan indeks2 tersebut, Bursa harus membayar dan investor beli hanya mempunyai hak untuk memperoleh keuntungan atas selisih harga beli dan harga jual. Permasalahan mendasarnya adalah transaksi derivatif tidak sama dengan transaksi jual beli pada umumnya, yang keabsahannya ditentukan oleh penyerahan objek transaksi, khususnya setelah terjadi penyerahan secara hukum (*juridische levering*) berdasarkan Pasal 1459 KUHPerdara

Transaksi derivatif tidak dimaksudkan untuk mengalihkan kepemilikan atas objek, melainkan memperjanjikan untuk mengalihkan keuntungan yang timbul dari fluktuasi indeks saham yang ditransaksikan di Bursa. Selain permasalahan tidak terjadinya penyerahan (*levering*), permasalahan yuridis lainnya berkaitan dengan eksistensi indeks sebagai benda dalam arti yuridis, yakni yakni memiliki sifat-sifat : sesuatu yang dapat menjadi objek hak milik, dapat diperdagangkan dan memiliki sifat-sifat kebendaan. Satu-satunya unsur kebendaan yang dipenuhi indeks efek sebagai benda adalah keberadaan indeks sebagai objek yang dapat diperdagangkan. Dapat dikatakan bahwa indeks efek merupakan kebendaan dengan sifat terbatas.

Berdasarkan alasan-alasan di atas, maka Buku II KUHPerdara yang mengatur tentang Hukum Benda selayaknya mengakomodasikan indeks efek dalam pengertian benda. Sistem tertutup yang dianut Buku II KUHPerdara, menyebabkan hak-hak kebendaan baru tidak dapat diperjanjikan, melainkan harus diatur dalam Undang-undang. Oleh karena itu, pembaruan hukum benda berkaitan dengan perkembangan benda hanya dapat dilakukan dengan undang-undang. Ada 2 cara pembaruan hukum benda yang dapat menjadi model pembaruan hukum benda. Pertama, dengan memasukkan secara rinci pengertian efek dalam ketentuan undang-undang, termasuk indeks efek seperti pengaturan dalam *securities Exchanges Act 1934*. Mengacu pada model ini, maka Indonesia dapat memperluas cakupan pengertian efek sebagai surat berharga dalam UUPM. Ke dua, mengacu pada NBW, yang mengubah pasal yang mengatur tentang pengertian benda. Berbeda dengan istilah dan pengertian benda yang diatur dalam KUHPerdara, NBW Belanda tidak lagi menggunakan istilah *Zakenrecht* bagi hukum benda, melainkan *Goederenrecht*. Di dalam NBW Titel 1 Afdeling 1 par 3 art.1 (3.1.1.0) diatur bahwa "*Goederen zijn alle zaken en alle vermogenrechten*", yaitu bahwa barang terdiri atas benda dan semua hak-hak kekayaan. Istilah *goederen* menurut *Jac Hijma* dan *MM Olthof* "*naar nieuwe BW is ds goed overkoepelende term, naar oud BW zaak* (pengertian *goederen* dalam NBW sama dengan *zaak* dalam BW lama). Selanjutnya

di dalam NBW dikatakan bahwa “*goederen zijn alle actieve vermogens bestandelen*” (barang adalah semua unsur aktif harta kekayaan)²⁶. Mengacu pada pengertian benda menurut NBW di atas, maka terjadi perluasan pengertian benda dibandingkan dengan BW lama yang konkordan dengan KUHPerduta. Tampaknya NBW sudah mengantisipasi kebutuhan akan perluasan pengertian benda sehingga mencakup semua unsur aktif dari harta kekayaan. Berdasarkan pengaturan tersebut keberadaan derivatif dalam sistem hukum benda di Belanda sudah memiliki dasar hukum yang kokoh.

Pembaruan Buku II dan Buku III KUHPerduta merupakan kebutuhan mendesak untuk mengantisipasi perkembangan transaksi dan objek transaksi guna mendukung kegiatan-kegiatan ekonomi, termasuk memberikan landasan hukum bagi transaksi derivatif sebagai pranata bisnis.

D. PENUTUP

Pasar modal sebagai alternatif pembiayaan dunia usaha dan wahana investasi semakin menunjukkan peran strategis dalam menunjang pembangunan ekonomi. Untuk mewujudkan visinya sebagai penggerak perekonomian yang tangguh dan berdaya saing global, Pasar Modal dihadapkan pada tuntutan untuk memenuhi standar internasional. Salah satu strategi pengembangan pasar modal adalah menciptakan keberagaman instrumen melalui derivatif sebagai objek transaksi. Permasalahannya adalah adanya disharmoni antara pasar modal yang kental dengan pengaruh *common law system* dengan hukum Indonesia yang masih mengacu pada *civil law system*.

Transaksi derivatif merupakan perjanjian yang berkembang dalam praktik bisnis di pasar modal sebagai sarana lindung nilai (*hedging*) untuk mengatasi harga dan nilai uang yang fluktuatif dan tidak dapat diprediksi. Unsur kepentingan dan adanya tanggung jawab para pihak dalam transaksi derivatif meniadakan unsur spekulatif, sehingga transaksi derivatif tidak tepat dikelompokkan ke dalam perjanjian untung-untungan, khususnya perjudian atau pertaruhan. Selain itu indeks saham sebagai objek transaksi derivatif di pasar modal dapat dimasukkan dalam pengertian benda dengan hak kebendaan terbatas. Penerimaan indeks saham sebagai benda ini sejalan dengan perkembangan objek transaksi yang mengarah pada “segala sesuatu yang bernilai komersial dan membawa manfaat bagi kehidupan manusia”.

Keberadaan transaksi derivatif dan derivatif sebagai objek transaksi bisnis memerlukan dukungan aspek hukum khususnya hukum perjanjian dan hukum kebendaan, sehingga urgensi pembaruan hukum perdata, khususnya Buku II dan

²⁶ Jac Hijma & MM Olthof, *Compendium van het Nederlands Vermogensrecht*, Kluwer-Deventer, 1993, hlm : 52.

Buku III yang mengakomodasikan perkembangan transaksi bisnis sangat relevan. Diharapkan pembaruan hukum perdata dapat memberikan perlindungan dan kepastian hukum sehingga tercipta pasar modal yang teratur, wajar dan efisien.

DAFTAR PUSTAKA

Peraturan Perundang-undangan

Kitab Undang-Undang Hukum Perdata

Nederland Nieuwe Burgerlijk Wetboek 2004/2005.

Undang-Undang Nomor : 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal

Buku-buku

Bapepam, *Master Plan Pasar Modal Indonesia 2005-2009*, Jakarta, 2005

Cavendish Publishing Limited, *Jurisprudence*, Cavendish Publishing Limited, London, 2000

Don M Chance,

ELIPS, *Kamus Hukum Ekonomi ELIPS*, Jakarta, hlm:90.

Francis J Ludes & Harold J Gilbert, *Corpus Juris Secundum*, The American Law Book Co, Brooklyn N.Y

Henry Campbell Black, *Black's Law Dictionary*, St Paul, Minn, West Publishing Co, 1991

Jac Hijma & MM Olthof, *Compendium van het Nederlands Vermogensrecht*, Kluwer-Deventer, 1993

Jakarta Stock Exchange, *Kontrak Opsi Saham-Instrumen Lindung Nilai & Peluang Derivatif*, JSX, Jakarta, 2004

Jake Bernstein, *How The Futures Market Words*, New York Institute of Finance, 1989

Patrick L Young, *The New Capital Market Revolution- The Winner, The Loser, and The Futures of Finance*, Texere, New York, 2003

Syahrir Ika dan Singgih Riphath, *strategi Pengendalian Pasar Modal Indonesia dari Pengaruh Investor Asing*, Institut Bankir Indonesia, Jakarta, 1997

Steven H Gifis, *Law Dictionary*, Barron's Educational Series, Inc, New York, 1996

OICV-IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2003.

