



DOCTRINAL RESEARCH

ALSA INDONESIA SPECIALIZED RESEARCH TEAM

“Pemidanaan *Insider Trading* dalam Investasi Domestik: Studi Komparatif Hukum Amerika Serikat sebagai Dasar Rekonstruksi Hukum Nasional”

ALSA NATIONAL CHAPTER 2023-2024





Assalamualaikum Wr. Wb.,
Shalom,
Om Swastiastu,
Namo Buddhaya,
Salam Kebajikan untuk kita semua,

Puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan karunia-Nya sehingga kita selalu diberikan kesehatan dan kenikmatan yang tak terhingga. Atas izin-Nya kita dapat berkumpul dalam organisasi yang kita banggakan ini, Asian Law Students' Association (ALSA) *National Chapter* Indonesia yang hingga saat ini telah menaungi 15 (lima belas) *Local Chapters* yang tersebar di penjuru Nusantara. ALSA merupakan organisasi yang memiliki tujuan untuk mengembangkan potensi serta kemampuan anggotanya dalam bidang hukum, serta memberikan dampak positif kepada masyarakat melalui berbagai program yang dilaksanakan. ALSA Indonesia juga turut aktif dalam pengembangan kapasitas akademik kepada setiap *member-nya*.

Dalam rangka menjalankan tugas pengembangan akademik tersebut, ALSA Indonesia menghadirkan sebuah program kerja yakni **ALSA Indonesia Specialized Research Team (AISRT)** yang merupakan program penelitian oleh *ALSA National Chapter* Indonesia yang berfokus pada kajian terhadap perkembangan dinamika isu-isu hukum di masyarakat. Pada tahun ini, ALSA Indonesia mengangkat isu Hak Kekayaan Intelektual yang berjudul "**Pemidanaan Insider Trading dalam Investasi Domestik : Studi Komparatif Hukum Amerika Serikat Sebagai Dasar Rekonstruksi Hukum Nasional**". Dengan ini saya menyambut para pembaca untuk menikmati dan memahami hasil penelitian dari tim khusus yang dibentuk untuk AISRT. Kami berharap hasil penelitian AISRT ini dapat memberikan dampak bagi masyarakat luas serta dapat bermanfaat bagi stakeholders terkait dalam proses pembentukan kebijakan nantinya.

Kami hendak berterima kasih atas dukungan dan partisipasi dari teman-teman *Local Chapters*, *Redactional Board*, serta pihak-pihak lain terlibat dalam proses penyusunan dan penulisan sehingga penelitian ini dapat dirampungkan dengan menghasilkan suatu produk yang dikemas dengan baik dan komprehensif.

Perlu dipahami, bahwasanya hasil penelitian ini didasari oleh kajian dan analisis hukum melalui tinjauan akademis yang objektif. Dalam pembuatan penelitian ini **ALSA Indonesia Specialized Research Team** dan seluruh pihak yang terkait tidak ditunggangi oleh kepentingan politik manapun dan senantiasa bertujuan untuk memberikan edukasi kepada para anggota ALSA Indonesia dan masyarakat luas guna melayani dan membangun bangsa secara progresif.

Akhir kata, semoga kita semua dapat terus membawa kemajuan untuk ALSA Indonesia melalui berbagai usaha yang dilakukan serta mempersiapkan generasi muda yang berkualitas untuk masa depan yang lebih baik.

Wassalamualaikum Wr. Wb.,
Shalom,
Om Shanti Shanti Shanti Om,
Namo Buddhaya.

ALSA, *Always be One!*

Adhiqhy Putera Imansyah
President of ALSA National Chapter
Indonesia 2023-2024



REDACTIONAL BOARD



Widya Naomi Sitorus
ALSA Indonesia



Keylia Sayidina Islam
ALSA Local Chapter
Universitas Diponegoro



Surya Saputra
ALSA Local Chapter
Universitas Sriwijaya



Muh. Fadly Muthalib
ALSA Local Chapter
Universitas Hasanuddin



Azaria Rahmadianingrum
ALSA Local Chapter
Universitas Brawijaya



Rizky Maulana Ardi
ALSA Local Chapter
Universitas Airlangga



Adi Firansyah S.
ALSA Local Chapter
Universitas Hasanuddin



Ahmad Ibrahim Siregar
ALSA Local Chapter
Universitas Diponegoro



Charisa Dwi Santika
ALSA Local Chapter
Universitas Padjadjaran



Amalia Fransiska
ALSA Local Chapter
Universitas Brawijaya

NARASUMBER

Prof. Dr. Paramita Prananingtyas, S.H., LL.M.
Dosen Fakultas Hukum Universitas Diponegoro

MITRA BESTARI

Wenny Setiawati, S.H., M.L.I
Dosen Fakultas Hukum Universitas Indonesia

Pemidanaan *Insider Trading* dalam Investasi Domestik: Studi Komparatif Hukum Amerika Serikat sebagai Dasar Rekonstruksi Hukum Nasional

Tim Peneliti ALSA Indonesia *Specialized Research Team*

Charisa Dwi Santika, Ahmad Ibrahim Siregar, Amalia Fransiska

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal menjadi salah satu sarana perdagangan yang digunakan masyarakat untuk melakukan investasi ataupun kepentingan keuangan lainnya. Pada umumnya pasar modal adalah sarana yang berisikan perdagangan efek seperti saham, obligasi, dan surat-surat berharga lainnya. Berdasarkan Pasal 1 angka 13 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (“UU 8/1995”) dijelaskan pasar modal adalah perusahaan publik, lembaga, ataupun profesi yang berkaitan dengan penawaran umum dan perdagangan efek. Dalam perkembangannya, pasar modal tidak hanya digunakan sebagai sarana untuk investasi tetapi juga untuk aktivitas trading. *Trading* sendiri berbeda dengan investasi karena investasi sifatnya berjangka panjang sedangkan *trading* berjangka pendek.¹

Dewasa ini, masyarakat Indonesia mulai banyak melakukan trading dengan mengharapkan imbal hasil secara cepat dan pasti. Berdasarkan data yang diperoleh dari IDX pada tahun 2023, rata-rata volume transaksi harian bursa mencapai 18,5 miliar saham dan frekuensi transaksi harian mencapai 1,24 juta kali transaksi. Selain itu terdapat rekor baru dari sisi kapitalisasi pasar, yakni pada 26 Juli 2023 yang lalu mencapai angka Rp10.078 triliun.² Hal ini menandakan bahwa dengan naiknya kapitalisasi pasar juga berpotensi menaikkan jumlah masyarakat yang melakukan trading untuk mendapat keuntungan secara cepat.

¹ Jean Folger, “Investing vs Trading: What’s the Difference?”, *Investopedia.com*. <https://www.investopedia.com/ask/answers/12/difference-investing-trading.asp#:~:text=Investing%20takes%20a%20long%20term,daily%2C%20monthly%2C%20or%20quarterly> diakses pada 31 Oktober 2023

² Otoritas Jasa Keuangan, “Roadmap Pasar Modal Indonesia”, [ojk.go.id https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/publikasi/Documents/Pages/Roadmap-Pasar-Modal-Indonesia-2023-2027/Roadmap%20Pasar%20Modal%20Indonesia%202023-2027.pdf](https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/publikasi/Documents/Pages/Roadmap-Pasar-Modal-Indonesia-2023-2027/Roadmap%20Pasar%20Modal%20Indonesia%202023-2027.pdf) diakses pada 31 Oktober 2023

Meningkatnya kapitalisasi pasar, mendorong berbagai dinamika para trader maupun pihak-pihak yang berhubungan berpotensi melakukan pelanggaran. Hal inilah yang menuntut pada diterapkannya prinsip keterbukaan (*disclosure principle*). Prinsip keterbukaan adalah inti dari pasar modal karena dengan adanya hal ini, maka investor dapat memperoleh informasi untuk melakukan penjualan atau pembelian dalam bursa efek.³ Tujuan prinsip keterbukaan ini adalah untuk menciptakan transaksi yang cepat, efisien, mudah, dan relatif murah.⁴

Salah satu bentuk pelanggaran terhadap prinsip ini adalah tindakan *insider trading*. Dalam UU 8/1995 tidak dijelaskan secara jelas mengenai definisi dari *insider trading*, namun mengacu pada hukum di Amerika Serikat dijelaskan *insider trading* adalah transaksi sekuritas berdasarkan informasi non publik material, dengan syarat pihak yang bersangkutan mengetahui informasi non publik tersebut pada saat transaksi yang relevan dilakukan.⁵ Transaksi ini masuk kategori transaksi terlarang karena berpotensi menimbulkan manipulasi pasar.⁶ Untuk menentukan seseorang memenuhi syarat tersebut dapat dilihat dari tiga hal, yakni kesadaran pihak terkait terhadap informasi non publik tersebut, keterkaitan kontrak, rencana, dan instruksi, serta *good faith*.⁷ Tidak semua seseorang yang memperoleh baik melawan hukum atau tidak informasi non publik dapat dikatakan *insider trading*. Oleh karena itu pembuktian praktik *insider trading* secara hukum di Indonesia sangat sulit.

Pada dasarnya, konsep *insider trading* mengacu dalam ruang lingkup pasar modal yang mengarah spesifik kepada investasi dan informasi. Sejatinya, investasi dapat dilakukan baik secara langsung maupun tidak, dan investasi dalam pasar modal tercakup pada medan investasi tidak langsung dimana para investor tidak akan mengelola secara langsung investasinya. Hal ini berlaku sama juga untuk pasar uang, pasar derivatif, pasar *features*, dan pasar komoditas. Pasar modal menjadi perantara (*intermediary*) antara penjual-pembeli atau investor-emiten tidak bertemu secara

³ Bismar Nasution, Keterbukaan dalam PasarModa/(Jakarta: Program Pascasarjana Fakultas Hukum Universitas Indonesia, 2001), him. 1.

⁴ Gisymar, N. A. (1999). Insider Trading dalam Transaksi Efek. Bandung: Citra Aditya Bakti. hlm. 2

⁵ Sec. 240.10b5-1 para. (b), SEC Rule 10b5-1. In order to access SEC Rule 10b5-1 online, please visit: <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.10b5-1>, diakses pada 1 November 2023

⁶ Ridwan Khairandy dan Najib, "Aspek Hukum Insider Trading di Bursa Efek". Media Advokat, Edisi Perdana 1997, hlm.23.

⁷ Sec. 240.10b5-1 para. (c), SEC Rule 10b5-1.

langsung yang dapat berupa sebuah institusi yang menerima dan mengelola investasi itu. Perantara ini termasuk didalamnya lembaga penunjang dan profesi penunjang. Dalam relevansinya, lembaga penunjang termasuk *capital market*, pengelola bursa, biro administrasi efek, Kliring Penjaminan Efek Indonesia (KPEI) dan Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Profesi penunjang pasar modal dapat terdiri dari akuntan publik, konsultan hukum pasar modal, notaris publik pasar modal, dll.⁸

Lembaga dan profesi penunjang pasar modal sangat diperlukan karena informasi-informasi dari emiten pasar modal yang diletakkan di prospektus harus dinilai secara netral dan profesional oleh para profesi penunjang pasar modal yang kemudian akan dibaca oleh investor. Pada hal ini terjadi titik temu antara investasi dan informasi selaku aspek terpenting karena salah satu hal yang menentukan aksi investor seperti jual beli efek, atau tetap menahan investasi-investasinya seperti efek penyertaan maupun efek utang adalah dari informasi. Dalam hal ini, menurut asas keadilan, seluruh investor pasar modal harus memperoleh informasi pada saat yang sama. Apabila ada yang menerima informasi terlebih dahulu dan memanfaatkan hal tersebut untuk kepentingan dan keuntungan pihak tertentu maka menjadi tidak adil dan tidak menghargai prinsip keterbukaan seperti yang telah dijelaskan sebelumnya. Terlebih lagi, apabila informasi tersebut didapatkan dari orang dalam perusahaan yang ingin melaksanakan sebuah aksi korporasi dalam lingkup kegiatan yang mengacu pada pasar modal. Hal inilah yang kemudian melatarbelakangi *insider trading*.⁹

Mengacu pada subjek pelaku orang dalam perusahaan (*insider*), sebenarnya masih terdapat pihak pasif seperti *tippe* yang seharusnya dikenakan pertanggungjawaban *insider trading*.¹⁰ *Tippe* adalah orang yang menerima maupun memberikan informasi non publik kepada pihak yang tidak berwenang.¹¹ Kemudian juga seharusnya pihak-pihak seperti konsultan hukum pasar modal, akuntan publik, penilai (*appraiser*), notaris, dan *investment banker* juga terikat untuk tidak melakukan perdagangan efek yang relevan dengan informasi non publik perusahaan terkait. Jika mengacu pada teori *contractual obligation of confidentiality*, seharusnya

⁸ Wawancara dengan Prof. Dr. Paramita Prananingtyas, S.H., LL.M. > 5 Januari 2024

⁹ Wawancara dengan Prof. Dr. Paramita Prananingtyas, S.H., LL.M. > 5 Januari 2024

¹⁰ Lihat Pasal 97 ayat (2) UU 8/1995.

¹¹ Informasi lebih lanjut mengenai “tipping”, dapat dilihat di Investopedia: <https://www.investopedia.com/terms/t/tipping.asp>, diakses pada 1 November 2023.

pihak yang dikecualikan dari *insider trading* adalah hanya analisis independen dan penerima informasi secara kebetulan.¹²

Segala bentuk informasi non publik yang relevan seharusnya dapat dikategorikan sebagai *insider trading*. Salah satu contoh kasus yang pernah terjadi di Indonesia adalah saat Rajiv Louis sebagai Kepala DBS Indonesia melakukan aksi *insider trading* pada 30 Maret 2012 karena telah memanfaatkan informasi rencana pembelian saham Bank Danamon oleh DBS Group Holdings Ltd. Transaksi dilakukan setelah Louis memperoleh informasi non publik dari proposal akuisisi Bank Danamon oleh DBS Group Holding Ltd. Rajiv Louis memborong 1 juta lembar saham PT Bank Danamon Tbk (“**BDMN**”) pada Maret 2012 dan Louis mendapat untung sebesar 2,2 miliar rupiah karena kemudian harga saham Danamon yang melambung tinggi setelah diumumkan rencana akuisisi saham BDMN oleh DBS Group Holdings Ltd.¹³ Namun dalam kasus ini, OJK tidak menerapkan ancaman pidana sesuai yang telah diatur dalam UU 8/1995.

Indonesia sebagai negara hukum semestinya menetapkan regulasi secara utuh dan menyeluruh mengenai praktik *insider trading* sebagai jawaban untuk problematika yang selama ini terjadi pada korporasi, emiten, dan pihak-pihak pemangku kepentingan pasar modal lainnya. UU 8/1995 memang telah melarang tindakan *insider trading* dan merinci ketentuan pidanaannya dalam Pasal 104 yaitu pidana penjara paling lama 10 tahun dengan denda paling banyak 15 miliar rupiah. Namun, masih diperlukan peninjauan lanjutan terhadap aspek pengaturan *insider trading* dan sanksi pidanaannya.

Terlepas dari larangan yang ketat terhadap *insider trading*, sebenarnya Otoritas Jasa Keuangan (“**OJK**”) mengizinkan pelaksanaan *insider trading* dengan syarat tertentu dan keadaan yang sangat terbatas yang dimanifestasikan dalam produk hukum berupa Peraturan OJK No.78/POJK.04/2017 tentang Transaksi Efek yang Tidak Dilarang Dilakukan oleh Orang Dalam (“**POJK 78/2017**”). POJK 78/2017 mengatur secara spesifik mengenai kriteria transaksi efek yang tidak dilarang bagi orang dalam dan beberapa ketentuan-ketentuan pembatasan kriteria tersebut. POJK ini

¹² Munir Fuady, *Pasar Modal Modern* (Bandung: Citra Aditya Bakti, 1996), him. 173.

¹³ Ardian Junaedi, “Tindak Pidana *Insider Trading* Dalam Praktik Pasar Modal Indonesia”, *Media Juris*, Vol 7, 2020, hlm 308

juga membahas mengenai ketentuan sanksi, namun yang dirinci hanya sebatas sanksi administratif dan tidak secara spesifik merujuk pada pidana.

Apabila berkaca pada ketentuan hukum negara lain, seperti Amerika Serikat yang regulasi *insider trading*-nya dinaungi dibawah *The Securities and Exchange Commission* (“SEC”) melalui *Security Exchange Act 1934*, sejatinya secara otomatis dapat terlihat secara eksplisit bahwa nyatanya dari irisan antara regulasi Indonesia dan Amerika Serikat, konstruksi nasional Indonesia mengenai praktik dan pidana *insider trading* masih terdapat kekosongan hukum. Masalah kekosongan hukum ini perlu segera diselesaikan karena apabila tidak segera dilakukan rekonstruksi, dapat menjadi *boomerang* yang dapat diperalat oleh pihak-pihak tertentu untuk melaksanakan *insider trading* yang merugikan. Selain kekosongan hukum, apabila dikomparasikan dengan hukum Amerika Serikat melalui SEC, secara nyata dapat diketahui bahwa penegakan hukum pidana di Indonesia juga kurang digalakkan karena apabila melihat dari kasus yang pernah ada, penegakan hukum dan pertanggungjawabannya lebih merujuk pada sanksi administratif saja. Sementara di Amerika Serikat tercatat pernah ada kasus *insider trading* yaitu *ISE Holdings and Business Partners* yang benar-benar dipidana sesuai dengan ketentuan SEC yang pidananya berupa penjara maksimal 10 tahun dan denda satu juta dollar Amerika Serikat (atau dua setengah juta dollar Amerika Serikat dalam hal pelaku adalah korporasi).

Praktik *insider trading* dalam pasar modal di Indonesia terklasifikasi sebagai salah satu pelanggaran yang sering dilakukan oleh pihak-pihak terkait dalam sejumlah skandal, terutama yang melibatkan emiten swasta maupun BUMN.¹⁴ Namun, proses penegakan hukum bagi para pelanggar masih sangat lemah. Ancaman pidana yang ada seringkali tidak diterapkan padahal praktik *insider trading* ini memiliki dampak yang luar biasa dalam pasar modal karena secara tidak langsung dapat mengakibatkan bursa efek menjadi sepi dan minim daya saing karena kecurangan yang dilakukan.¹⁵ Dalam UU 8/1995 diatur bahwa praktik *insider trading* dapat digugat secara perdata,

¹⁴ Andina Tampubolon, “Praktik *Insider Trading* dalam Transaksi Efek di Pasar Modal dan Upaya Pencegahannya melalui Penerapan Prinsip Keterbukaan (*Disclosure Principle*)”, *Premise Law Journal*, vol. 7, 2015, hlm 2-3

¹⁵ Prawitra Thalib, “Mekanisme Penanganan Kejahatan *Insider Trading* Pasar Modal di Indonesia”, *Yuridika*, 27(2), 2012. Hlm. 173

dikenakan sanksi administratif, dan juga dapat dituntut secara pidana. Namun, OJK dalam implementasinya cenderung hanya menerapkan sanksi administratif atau gugatan secara perdata saja padahal pengaruh *insider trading* sangat besar baik bagi perkembangan dunia pasar modal dan investor.

Salah satu hambatan dari penerapan pemidanaan untuk tindakan *insider trading* adalah tidak mudah untuk membawa pelaku kejahatan ini ke dalam peradilan pidana yang berimplikasi pada pemberian sanksi yang bersifat kurang tegas. Sanksi yang diberikan selama ini hanya berupa sanksi administratif seperti denda, ganti rugi, pembatasan kegiatan usaha, dan sebagainya yang digadang-gadang lebih efektif dibanding pemidanaan. Dalam hal ini, terdapat pandangan bahwa sanksi pidana baru akan digunakan efektif jika sanksi administratif sudah dilaksanakan secara penuh.¹⁶ Hal ini menjadi sedikit tumpang tindih dengan UU 8/1995 yang menyatakan bahwa *insider trading* termasuk dalam tindak kejahatan pidana. Maka seharusnya, pemidanaan terhadap pelaku *insider trading* perlu ditegakkan lagi agar dapat memberikan efek jera kepada pelakunya.¹⁷ Oleh karena adanya tumpang tindih dan kepentingan, maka pemidanaan menjadi luput untuk lebih digalakkan daripada sanksi administratifnya.

Dalam dunia pasar modal, akar masalah dari *insider trading* berkaitan erat dengan *misleading information, market & price manipulation*, dan penipuan terhadap sekuritas korporasi. Indonesia sendiri secara gamblang belum mengatur secara utuh mengenai tindakan-tindakan turunan yang mungkin muncul dari *insider trading* seperti *misleading information, market manipulation*, dan sebagainya. Hal ini menjadi salah satu pondasi kekosongan hukum yang sekiranya perlu ditambahkan dalam kerangka dan produk hukum di Indonesia mengenai *insider trading*. Kemudian, perlu dipertegas pula dalam regulasi mengenai mekanisme pembuktian dan sanksi-sanksi terutama pemidanaan, untuk menghindari celah yang memungkinkan pelaku *insider trading* untuk lolos dari pertanggungjawaban hukumnya. Rekonstruksi kebijakan ini semestinya menjadi urgensi tersendiri bagi para legislator dan pemangku kepentingan lainnya.

Berkaca dari sifat hukum yang universal dan dinamis sesuai dengan

¹⁶ *Ibid.* Hlm. 181

¹⁷ Oltje Salman, *Teori Hukum (Suatu Pencarian/Penelaahan)*, (Jakarta: Renada Media, 2007). Hlm. 19

perkembangan masyarakat, eksistensi hukum diharapkan dapat menjadi kerangka yang konstruktif dan solutif atas permasalahan yang terjadi dan mempengaruhi kemaslahatan masyarakat umum. Maka, untuk mengatasi celah-celah hukum yang ada, tidak menutup kemungkinan bahwa hukum perlu menerapkan pendekatan transnasional yang memandang peristiwa dan perkembangan yang terjadi di dunia internasional dalam pengembangan hukum dalam negeri. Untuk mengatasi celah hukum mengenai *insider trading*, Indonesia barangkali dapat mengadaptasi dan mengkomparasikan dengan hukum Amerika Serikat yang memiliki kerangka kerja hukum mengenai *insider trading* dan perbuatan turunannya seperti *misleading information* dan *market manipulation* secara lengkap dan utuh menyeluruh. Oleh karena itu, perlu dilakukan rekonstruksi hukum pasar modal di Indonesia untuk menguatkan regulasi mengenai pasar modal khususnya terkait pemidanaan pelaku *insider trading*.

1.2 Rumusan Masalah

- 1.2.1 Bagaimana konstruksi hukum *insider trading* dan implementasinya di Indonesia?
- 1.2.2 Bagaimana komparasi hukum dan praktik *insider trading* di Indonesia dengan Amerika Serikat?
- 1.2.3 Bagaimana rekonstruksi hukum yang perlu dilakukan untuk pembaharuan regulasi pemidanaan *insider trading* di Indonesia?

1.3 Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian yuridis normatif, yaitu suatu metode pendekatan yang digunakan untuk menganalisis masalah hukum dengan cara pengkajian melalui norma dan sumber hukum tertulis seperti peraturan perundang-undangan. Menurut Soerjono Soekanto, pendekatan yuridis normatif merupakan penelitian hukum yang dilakukan dengan cara meneliti bahan pustaka atau data sekunder sebagai dasar untuk diteliti dengan cara mengadakan penelusuran terhadap peraturan-peraturan dan

literatur-literatur yang berkaitan dengan permasalahan yang diteliti.¹⁸ Selain itu, menurut Bambang Sunggono dalam bukunya yang berjudul *Metodologi Penelitian Hukum*, penelitian yuridis normatif meletakkan hukum sebagai sebuah bangunan sistem norma terhadap sistematika hukum.¹⁹ Selain itu, penelitian ini dilakukan dengan monodisipliner. Berdasarkan Pasal 7 Peraturan Menteri Pendidikan dan Kebudayaan No. 154 Tahun 2014 tentang Rumpun Ilmu Pengetahuan dan Teknologi serta Gelar Lulusan Perguruan Tinggi, dinyatakan bahwa monodisiplin merupakan strategi riset yang fokus pada satu disiplin akademik untuk menyelesaikan suatu masalah tertentu, penelitian ini menggunakan satu disiplin ilmu yaitu ilmu hukum. Penelitian ini juga akan didasarkan pada pendekatan peraturan perundang-undangan (*statute approach*) yang kemudian akan dibandingkan dengan hukum Amerika Serikat dengan pendekatan komparatif (*comparative approach*). Penelitian ini menekankan pada perbandingan aspek regulasi dan realita terkait perkembangan hukum nasional dan internasional (dalam hal ini Amerika Serikat). Studi komparasi ini kemudian dijadikan acuan-acuan dalam rekomendasi rekonstruksi hukum nasional Indonesia terkait *insider trading* yang saat ini masih cukup banyak celah hukumnya.

1.4 Tujuan Penelitian

- 1.4.1 Untuk mengetahui dan memahami bagaimana konstruksi hukum yang memayungi tindakan *Insider Trading* di Indonesia sekaligus meningkatkan kesadaran dan pengetahuan bagi masyarakat umum mengenai praktik *insider trading*.
- 1.4.2 Untuk menganalisis dan membandingkan aspek hukum dan peraturan *insider trading* di Amerika Serikat dengan hukum yang berlaku di Indonesia untuk dikaji lebih lanjut dan dievaluasi guna mencari metode-metode maupun aspek hukum yang dapat diterapkan dalam rekonstruksi hukum nasional mengenai *insider trading*.

¹⁸ Soerjono Soekanto & Sri Mamudja, *Penelitian Hukum Normatif (Suatu Tinjauan Singkat)*, (Jakarta: Rajawali Pers, 2001). Hlm. 13-14

¹⁹ Bambang Sunggono, *Metodologi Penelitian Hukum*, (Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2003), hlm. 13

1.4.3 Untuk dapat memberikan sumbangan pemikiran berupa saran-saran substansial terhadap aspek hukum yang sekiranya dapat diterapkan pada hukum nasional jika berkaca dari studi komparasi dengan hukum Amerika Serikat sekaligus berkontribusi pada literatur hukum mengenai tindakan *insider trading*.

BAB II PEMBAHASAN

2.1 Konstruksi Hukum *Insider Trading* dan Implementasinya Indonesia

A. Tinjauan Umum *Insider Trading*

Insider trading (perdagangan orang dalam) merupakan salah satu bentuk tindak pidana di pasar modal. Pada dasarnya, *insider trading* merupakan kegiatan *corporate insiders* atau praktik orang dalam korporasi yang melaksanakan transaksi kegiatan sekuritas (*trading*) dengan memanfaatkan informasi eksklusif yang mereka miliki atau *inside nonpublic information* (informasi orang dalam).²⁰ *Insider trading* ini dapat diklasifikasikan sebagai salah satu jenis kejahatan pasar modal yang secara yuridis termasuk dalam kejahatan kerah putih (*white collar crime*) atau bentuk kejahatan yang dilakukan oleh orang-orang berpengalaman, pandai, berkemampuan dalam banyak hal, dan biasanya canggih dalam merancang sebuah modus operandi sebuah kejahatan.²¹

Pelaku pada *insider trading* terdiri dari 2 subjek yaitu *Tippee* dan *Tippees*. *Tippee* adalah pihak yang memiliki informasi orang dalam karena status atau kedudukannya sebagai orang dalam. Pihak yang menjadi *Tippee* merupakan pihak yang memangku kepercayaan baik secara langsung maupun tidak dari emiten yang berada dalam *fiduciary position*. Sementara itu, *Tippees* adalah pihak yang menerima informasi orang dalam dari *Tippee*.²²

Insider trading berkaitan erat dengan ‘informasi.’ Semua informasi yang sampai kepada investor harus sampai pada waktu yang sama dan mengenai informasi yang sama. Sehingga, keputusan mengenai efek-efek pasar modal juga sama waktunya. Dengan kata lain, tidak ada orang yang diuntungkan terlebih dahulu atas informasi yang diketahui sebelum waktunya.²³

Kegiatan *insider trading* terkadang mengakar pada sebuah perbuatan

²⁰ Nindyo Pramono, *Hukum PT. Go Public dan Pasar Modal*, Yogyakarta: CV Andi Offset, 2013, hlm.330

²¹ *Ibid.* hlm. 250

²² Ira Hapsari, *Tinjauan Hukum dalam Penanganan Insider Trading di Amerika Serikat (Studi Kasus: SEC vs Rajaratnam)*, 2012, SKRIPSI, Repository Universitas Indonesia, hlm. 16

²³ Wawancara dengan Prof. Dr. Paramita Prananingtyas, S.H., LL.M. > 5 Januari 2024

yang dinamakan penipuan (*fraud*) sebagai karakteristik utamanya dengan berbagai contoh seperti *market manipulation*, *price manipulation*, dan lain sebagainya yang lebih sering terjadi apabila dibandingkan dengan *insider trading*. Melalui perspektif pasar modal, penipuan berarti adalah membuat pernyataan yang tidak benar tentang fakta material agar pernyataan tersebut mengelirukan keadaan yang terjadi, dengan tujuan menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri/pihak lain ataupun untuk mempengaruhi pihak lain dalam menjual atau membeli efek. Larangan akan *insider ini* telah ditujukan pada semua pihak yang terlibat dalam perdagangan efek dan turut serta melakukan penipuan.²⁴

Selain penipuan, kegiatan *insider trading* terkadang juga melekat pada manipulasi (*defraud*). Padahal notabene-nya, manipulasi pasar (*market manipulation*) merupakan pelanggaran terbesar pada ruang lingkup pasar modal termasuk kasus yang berkaitan dengan *insider trading*. *Market manipulation* ini dapat melibatkan orang dalam ataupun tidak, namun keterlibatan orang dalam secara spesifik dapat lebih efisien dan akurat dalam memanfaatkan informasi eksklusif perusahaan yang akan *go public* karena orang dalam tentunya mengetahui rencana-rencana emiten yang akan *go public*.²⁵

Insider trading terjadi karena memenuhi unsur-unsur, antara lain:²⁶

1. Adanya perdagangan efek

Perdagangan efek merupakan kegiatan meliputi penawaran, pembelian, dan atau penjualan efek yang terjadi dalam rangka penawaran umum, atau terjadi di bursa efek, maupun kegiatan penawaran, pembelian, dan atau penjualan efek di luar bursa atas efek perusahaan publik atau emiten.

2. Dilakukan oleh orang dalam perusahaan

Orang dalam perusahaan diklasifikasikan oleh Pasal 95 UU 8/1995 meliputi komisaris, direktur, atau pegawai emiten; pemegang saham

²⁴ Pasal 90 UU 8/1995

²⁵ Tandi Pada Palayukan, dkk, "Analisis Terhadap Larangan Praktik *Insider Trading* di Pasar Modal," *USU Law Journal*, Vol. 2, No. 2, 2013, hlm. 98

²⁶ *Ibid.* hlm. 18-20

utama emiten; orang perorangan yang karena kedudukan (jabatan), profesi, atau karena hubungan usahanya dengan emiten atau perusahaan publik memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi; pihak yang dalam waktu 6 bulan terakhir tidak lagi menjadi pihak sebagaimana yang telah disebutkan.

3. *Adanya inside information*

Inside Information merupakan segala sesuatu yang merupakan kejadian/informasi dalam perusahaan yang tidak atau belum terbuka untuk umum, di mana pihak orang dalam dari perusahaan yang bersangkutan telah lebih dulu mengetahui informasi eksklusif tersebut.²⁷ Informasi itu sendiri biasanya berupa informasi material yang menurut UU 8/1995 merupakan informasi atau fakta penting dan relevan mengenai sebuah peristiwa yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan/atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan. Informasi material ini penting untuk disimpan dan terjaga privasinya dalam sebuah korporasi karena eksistensinya dapat menimbulkan perubahan harga sekuritas. Pada perspektif investor, informasi material akan menjadi gambaran untuknya dalam kegiatan jual beli efek dan sekuritas.

4. *Inside information* tersebut belum terbuka untuk umum

Selain itu, terdapat beberapa indikator yang dapat diperhatikan dan diselidiki ketika pelaku telah melakukan penjualan atas saham yang dibelinya, dengan menggunakan informasi orang dalam. Indikator ini terdiri atas 4 hal antara lain:²⁸

1. *Return (Negative Return): Insider trading* biasanya dilakukan dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan yang tinggi atau *abnormal return* yang lebih dari biasanya. Perolehan keuntungan ini biasanya menjadi indikator kuat atas tindakan *insider trading*.
2. *Volatilitas return*: volatilitas merupakan suatu kecenderungan

²⁷ Jack P. Friedman, *Dictionary of business (New York: Baron's Educational Series inc. 1987)* hlm. 288

²⁸ Willy Isananda, 2011. *Analisis Kasus Dugaan Insider Trading dalam Perdagangan Saham PT. Bhakti Investama, Tbk.* SKRIPSI. Repository Universitas Indonesia. Hlm. 99

harga untuk berubah secara tak terduga. Volatilitas terdiri atas *fundamental volatility* yaitu perubahan yang tidak diantisipasi pada nilai instrumen, dan *transitory volatility* yang disebabkan oleh aktivitas perdagangan oleh pedagang anonim.

3. Nilai transaksi: nilai transaksi perdagangan saham akan mengalami perbedaan signifikan apabila dalam transaksi tersebut diduga adanya *insider trading*. Karena, akan terdapat nilai transaksi drastis dalam jangka waktu tertentu akibat adanya informasi material yang belum diungkapkan ke publik, tetapi digunakan oleh para *insider*.
4. Dominasi anggota bursa: biasanya akan terlihat pola-pola atau kebiasaan;-kebiasaan anggota bursa dalam bertransaksi. Para *insider* kemungkinan besar akan memecah atau mendistribusikan pesanan transaksinya pada beberapa anggota bursa, sehingga apabila terdapat suatu indikasi *insider trading*, biasanya suatu anggota bursa sangat dominan dalam melakukan transaksi saham jika dibandingkan dengan transaksi anggota bursa lainnya.

B. Larangan *Insider Trading* dalam Kerangka Hukum Indonesia

Praktik *insider trading* di Indonesia telah dilarang dan dipayungi dalam suatu regulasi yang sah secara yuridis melalui UU 8/1995 pada Bab XI tentang Penipuan, Manipulasi Pasar, dan Perdagangan Orang Dalam mulai dari Pasal 90 - Pasal 99. Dalam UU 8/1995 ini diulas mengenai ketentuan *insider trading* sebagai berikut:

Pasal 90	Pasal 95
<p>Dalam kegiatan perdagangan efek, setiap pihak dilarang secara langsung ataupun tidak:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. Menipu atau mengelabui pihak lain dengan menggunakan sarana dan atau cara apapun 	<p>Orang dalam dari Emiten atau Perusahaan Publik yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas Efek:</p> <ol style="list-style-type: none"> a. Emiten atau Perusahaan Publik

<p>b. Turut serta menipu atau mengelabui pihak lain, dan</p> <p>c. Membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta material atau tidak mengungkapkan fakta material agar pernyataan yang dibuat tidak menyesatkan mengenai keadaan yang terjadi pada saat pernyataan dibuat dengan maksud untuk menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri atau pihak lain atau dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli atau menjual efek</p>	<p>dimaksud; atau</p> <p>b. Perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan Emiten atau Perusahaan Publik yang bersangkutan.</p>
<p>Pasal 91</p>	<p>Pasal 96</p>
<p>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.</p>	<p>Orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dilarang:</p> <p>a. Mempengaruhi Pihak lain untuk melakukan pembelian atau penjualan atas Efek dimaksud; atau</p> <p>b. Memberi informasi orang dalam kepada Pihak mana pun yang patut diduga dapat menggunakan informasi dimaksud untuk melakukan pembelian atau penjualan atas</p>

	Efek.
Pasal 92	Pasal 97
<p>Setiap Pihak, baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama dengan Pihak lain, dilarang melakukan 2 (dua) transaksi Efek atau lebih, baik langsung maupun tidak langsung, sehingga menyebabkan harga Efek di Bursa Efek tetap, naik, atau turun dengan tujuan mempengaruhi Pihak lain untuk membeli, menjual, atau menahan Efek.</p>	<p>(1) Setiap Pihak yang berusaha untuk memperoleh informasi orang dalam dari orang dalam secara melawan hukum dan kemudian memperolehnya dikenakan larangan yang sama dengan larangan yang berlaku bagi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96.</p> <p>(2) Setiap Pihak yang berusaha untuk memperoleh informasi orang dalam dan kemudian memperolehnya tanpa melawan hukum tidak dikenakan larangan yang berlaku bagi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96, sepanjang informasi tersebut disediakan oleh Emiten atau Perusahaan Publik tanpa pembatasan</p>
Pasal 93	Pasal 98
<p>Setiap Pihak dilarang, dengan cara apa pun, membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga Efek di Bursa Efek apabila pada saat pernyataan dibuat atau keterangan</p>	<p>Perusahaan Efek yang memiliki informasi orang dalam mengenai Emiten atau Perusahaan Publik dilarang melakukan transaksi Efek Emiten atau Perusahaan Publik tersebut, kecuali apabila:</p> <p>a. Transaksi tersebut dilakukan</p>

<p>diberikan:</p> <p>a. Pihak yang bersangkutan mengetahui atau sepatutnya mengetahui bahwa pernyataan atau keterangan tersebut secara material tidak benar atau menyesatkan; atau</p> <p>b. Pihak yang bersangkutan tidak cukup berhati-hati dalam menentukan kebenaran material dari pernyataan atau keterangan tersebut.</p>	<p>bukan atas tanggungannya sendiri, tetapi atas perintah nasabahnya; dan</p> <p>b. Perusahaan Efek tersebut tidak memberikan rekomendasi kepada nasabahnya mengenai Efek yang bersangkutan</p>
<p>Pasal 94</p>	<p>Pasal 99</p>
<p>Bapepam dapat menetapkan tindakan tertentu yang dapat dilakukan oleh Perusahaan Efek yang bukan merupakan tindakan yang dilarang sebagaimana dimaksud dalam Pasal 91 dan Pasal 92.</p>	<p>Bapepam dapat menetapkan transaksi Efek yang tidak termasuk transaksi Efek yang dilarang sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96.</p>

Berdasarkan regulasi tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa secara nyata negara telah mengantisipasi tindakan-tindakan *insider trading* melalui pelarangan-pelarangan yang ditegaskan secara langsung secara yuridis. UU 8/1995 dalam mengelaborasi rincian-rincian pengaturan mengenai *insider trading* masih menggunakan teori klasik dalam menentukan orang dalam yakni hanya orang-orang atau pihak-pihak yang memiliki hubungan kepercayaan (*fiduciary duty*) dengan perusahaan. Sementara, pihak lain di luar daripada hubungan kepercayaan tidak bisa dikategorikan sebagai orang dalam.²⁹

²⁹ Tandi Pada Palayukan, dkk, *Op. Cit*, hlm. 99

Namun, apabila ditelisik lebih lanjut, sejatinya klausul ketentuan-ketentuan dalam UU 8/1995 terbilang masih mengandung celah dan kekosongan hukum yang kedepannya dapat saja dimanfaatkan oleh oknum-oknum tidak bertanggung jawab. Dalam relevansinya, sangat disayangkan bahwa kelemahan peraturan *insider trading* di Indonesia hanya mengatur sampai lapis utama. Sejauh ini UU 8/1995 tidak mengatur ketentuan “pihak lain yang menerima informasi tidak langsung dari *insider* melainkan mengatur informasi yang diterima dari *tippee* yang lain (*secondary tippee*) sebagai kategori *insider*.” Hanya *tippee* yang secara melawan hukum bisa dikategorikan sebagai *insider*. Apabila terdapat pihak-pihak yang menerima informasi dan memanfaatkannya hingga menyebabkan perubahan dinamika harga saham namun tidak memiliki hubungan kepercayaan dengan perusahaan tersebut, maka undang-undang tidak dapat menentukan karakter dari perbuatan demikian sebagai bagian yang termasuk dalam tindakan *insider trading*.

Selain itu, aturan mengenai *tippee* di dalam Pasal 97 sebagaimana dalam tabel yang tertera, masih memiliki celah dikarenakan hanya *tippee* yang dalam artian berusaha dan dengan cara melawan hukum yang dapat diklasifikasikan telah melanggar pengaturan tentang *insider trading*. Sedangkan, bagi *tippee* yang bersifat pasif dan tidak dengan cara melawan hukum dalam mendapatkan informasi material eksklusif dan *non public* tersebut dapat lepas dari ketentuan *insider trading* yang ada pada Undang-Undang Pasar Modal. Hal ini dapat disimpulkan dengan melihat isi pasal dan penjelasan Pasal 97 UU 8/1995 sebagai berikut:

Penjelasan Pasal 97 ayat (1) UU 8/1995:

Setiap pihak yang dengan sengaja berusaha secara melawan hukum untuk memperoleh dan pada akhirnya memperoleh informasi orang dalam mengenai Emiten atau Perusahaan Publik, juga dikenakan larangan yang sama. Artinya, mereka dilarang untuk melakukan transaksi atas efek yang bersangkutan, serta dilarang mempengaruhi pihak lain untuk melakukan transaksi atas efek tersebut atau memberikan informasi orang dalam tersebut

kepada pihak lain yang patut diduga akan menggunakan informasi tersebut untuk melakukan pembelian dan penjualan efek. Sebagai contoh perbuatan melawan hukum, antara lain:

- 1. Berusaha memperoleh informasi orang dalam dengan cara mencuri;*
- 2. Berusaha memperoleh informasi orang dalam dengan cara membujuk orang dalam; dan*
- 3. Berusaha memperoleh informasi orang dalam dengan cara kekerasan atau ancaman.*

Seiring berkembangnya waktu, pemerintah menggarap *omnibus law* yang mengatur mengenai ekosistem sektor keuangan, termasuk pasar modal dalam bentuk Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (“UU PPSK”). Dalam UU ini, Pasal 97 sebagaimana dalam UU 8/1995 terkena perubahan sehingga berbunyi sebagai berikut:

Pasal 97 UU PPSK

Setiap pihak yang memiliki informasi orang dalam dan sepatutnya mengetahui bahwa informasi tersebut merupakan informasi orang dalam dikenai larangan yang sama dengan larangan yang berlaku bagi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96.

Dengan mengubah redaksi kata, pasal tersebut menyiratkan arti bahwa UU PPSK dalam mengatur mengenai tindakan *insider trading* telah melingkupi 2 teori yaitu teori klasik *fiduciary duty* sebagaimana Pasal 95 dan Pasal 96, serta *misappropriation theory* sebagaimana Pasal 97. Sayangnya, *misappropriation theory* yang digunakan ini masih sangat terbatas konteksnya. Lebih lanjut, pada bagian penjelasan undang-undang, pasal tersebut sudah dinyatakan “cukup jelas”, padahal kata “sepatutnya” dalam pasal tersebut juga dapat bermakna luas yang dikemudian hari dapat menjadi suatu klausul yang dapat di-misinterpretasikan.

Kemudian, terdapat celah hukum juga dengan mengingat pasal 47 UU 8/1995 yang menyatakan mengenai larangan terhadap kustodian atau pihak terafiliasi yang dilarang memberikan keterangan mengenai rekening efek nasabah kepada pihak yang merupakan penganut *fiduciary duty theory*. Maka, bagi polisi, jaksa, hakim, pejabat pajak, pihak pengadilan, oknum Bapepam, bursa efek, lembaga kliring dan penjaminan, emiten, biro administrasi efek, atau lembaga penunjang lainnya seperti penjamin emisi, wali amanat, perusahaan surat berharga, perusahaan pengelola dana, dan kantor administrasi efek, atau lembaga-lembaga swasta seperti akuntan, konsultan hukum, penilai, notaris, dan profesi lain juga tidak dapat ditentukan dan diklasifikasikan sebagai perbuatan melawan hukum dalam hal memperoleh informasi dan memanfaatkannya dengan cara bersekongkol yang berdampak kepada dinamika harga saham. Berdasarkan UU 8/1995, kondisi seperti ini yang merupakan ciri perbuatan dari oknum tersebut tidak dapat dikatakan sebagai perbuatan *insider trading*.

Selain pada Bab XI, pengaturan mengenai *insider trading* juga masih dilanjutkan di bawah nama UU 8/1995 untuk mengatur mengenai sanksi yang terdiri atas sanksi administratif dan sanksi pidana. Pertama, dalam Pasal 102 Bab XIV tentang Sanksi Administratif menyatakan bahwa sanksi administratif untuk pelanggaran dalam dunia pasar modal terbagi atas 7 hal yaitu peringatan tertulis, denda, pembatasan kegiatan usaha, pembekuan kegiatan usaha, pencabutan izin usaha, pembatalan persetujuan, dan pembatalan pendaftaran. Menurut UU 8/1995 juga, sanksi administratif ini akan dikenakan langsung oleh Bapepam selaku badan pengawas dari aksi kegiatan dalam pasar modal dengan memperhatikan aspek pembinaan terhadap pihak yang dimaksud. Kedua, dalam Pasal 104 Bab XV tentang Ketentuan Pidana menyatakan bahwa setiap pihak yang melanggar ketentuan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 90 - Pasal 98 diancam dengan pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda paling banyak Rp15.000.000.000,00 (lima belas miliar rupiah).

Lebih lanjut, ketentuan sanksi memang telah diwadahi dalam UU 8/1995, namun apabila ditelisik lebih jauh, sanksi tersebut tidak memberikan efek jera terhadap pelaku *insider trading*. Pasalnya, ketentuan tersebut tidak seimbang

dan berbanding terbalik dengan keuntungan yang didapat atau *return* dari tindakan *insider trading* tsb. Selain itu, meskipun ketentuannya sudah ada, sampai saat ini di Indonesia belum pernah ada kasus *insider trading* yang dikenakan sanksi pidana. Dengan mengingat pembuktian atas kasus *insider trading* cukup sulit, hal ini juga menjadi tantangan tersendiri bagi pemerintah untuk menguraikan lebih lanjut mengenai unsur-unsur pembuktian dalam pelaksanaan tindakan *insider trading*.

Regulasi tentang *insider trading* tidak hanya ditemukan dalam UU 8/1995 saja, karena justru OJK mengeluarkan Peraturan mengenai pengecualian terhadap *insider trading* dalam SAL POJK Nomor 78/POJK.04/2017 tentang Transaksi Efek yang Tidak Dilarang Bagi Orang Dalam. Sebagaimana diuraikan dalam Pasal 2 POJK, terdapat transaksi efek yang tidak dilarang atau dikecualikan apabila:

1. Transaksi efek tersebut dilakukan antar orang dalam emiten atau perusahaan publik yang sama, memiliki informasi orang dalam yang sama, dan dilaksanakan di luar bursa.
2. Transaksi efek dilakukan oleh orang dalam emiten atau perusahaan publik yang mempunyai informasi orang dalam dengan pihak yang bukan orang dalam atas efek emiten atau perusahaan publik yang melakukan transaksi dengan emiten atau perusahaan publik dimaksud dan dilaksanakan di luar bursa dengan ketentuan:
 - a. Orang Dalam dimaksud telah terlebih dahulu memberikan seluruh Informasi Orang Dalam kepada Pihak yang bukan Orang Dalam tersebut;
 - b. Pihak yang bukan Orang Dalam dimaksud tidak menggunakan Informasi Orang Dalam tersebut selain untuk melakukan transaksi Efek dengan Orang Dalam dimaksud;
 - c. Pihak yang bukan Orang Dalam dimaksud membuat pernyataan tertulis kepada Orang Dalam yang memberikan informasi tersebut yang menyatakan bahwa informasi yang akan diterima akan dirahasiakan dan tidak akan digunakan untuk tujuan lain

selain untuk melakukan transaksi Efek dengan Orang Dalam dimaksud; dan

- d. Pihak yang bukan Orang Dalam dimaksud tidak melakukan transaksi Efek Emiten atau Perusahaan Publik atau perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan Emiten atau Perusahaan Publik dimaksud dalam jangka waktu 6 (enam) bulan sejak informasi diperoleh, selain untuk melakukan transaksi Efek dengan Orang Dalam dimaksud.

Kemudian, dalam Pasal 3 POJK yang sama menguraikan pula bahwa orang dalam emiten atau perusahaan publik dapat memberikan informasi orang dalam kepada pihak lain dengan tujuan untuk memberikan bahan pertimbangan kepada pihak lain tsb untuk melakukan transaksi efek. Pasal 4 kemudian menegaskan bahwa pengecualian terhadap *insider trading* juga terdapat dalam transaksi efek yang dilakukan di bursa efek atau di tempat pelelangan umum pada penawaran tertinggi dengan ketentuan penjualan tsb atas putusan pengadilan yang *inkracht* dan orang dalam tersebut tidak mampu untuk mempengaruhi atau mengendalikan saat penjualan efek. Kemudian, sebagai bentuk penjaminan, OJK menegaskan bahwa orang dalam dan pihak lain yang melakukan transaksi efek wajib melaporkan transaksi tersebut kepada OJK. Ketentuan sanksi yang ada pada POJK tidak memuat ketentuan mengenai sanksi pidana karena melainkan hanya sanksi administratif, sehingga apabila terdapat suatu pelanggaran yang berpotensi dikenakan pidana, acuan ketentuan pidananya tetap melihat pada ketentuan dalam UU 8/1995.

Adanya ketentuan mengenai pengecualian tindakan *insider trading* dalam POJK ini memberi implikasi kepada titik terang pembatasan terhadap tindakan *insider trading* sehingga tidak meluas kemana-mana. Sehingga, seharusnya dengan adanya POJK ini, penegakan terhadap *insider trading* yang ada dalam UU 8/1995 dapat diantisipasi dan dimaksimalkan baik oleh korporasi, pemerintah pembuat undang-undang dan lembaga pengawas, serta oleh pihak-pihak pengemban *fiduciary duty*.

Indonesia sebagai negara hukum rupanya juga menambah ketentuan dan

pengaturan mengenai *insider trading* melalui peraturan Bapepam untuk menunjang cakupan mengenai informasi material antara lain:

1. Peraturan Nomor X.M.1: Keterbukaan Informasi Pemegang Saham Tertentu yang dilengkapi dengan POJK Nomor 60/POJK.04/2015;
2. Peraturan Nomor X.K.1: Keterbukaan Informasi yang Harus Diumumkan kepada Publik;
3. Peraturan Nomor IX.H.1: Pengambilalihan Perusahaan Terbuka;
4. Peraturan Nomor IX.F.1: Penawaran Tender; dan
5. Peraturan Nomor XI.B.2: Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Emiten atau Perusahaan Publik.

Dengan ada banyaknya regulasi di Indonesia yang mengatur mengenai *insider trading*, sejatinya telah dapat diketahui bahwa pemerintah selaku regulator telah memiliki kesadaran penuh terhadap urgensi pelarangan *insider trading* karena dampaknya yang sangat merugikan korporasi dan negara. Namun, sayangnya, masih terdapat beberapa celah dan kekosongan hukum sebagaimana yang telah diuraikan, sehingga diharapkan pemerintah kedepannya bisa menggarap dan merinci kembali pengaturan mengenai *insider trading* ini.

Sejauh ini, beragam pengaturan yang ada di Indonesia mengenai *insider trading* sudah dibatasi dan dipayungi. Namun, memang menjadi sesuatu yang nyata bahwa di dalamnya memang terdapat beberapa kelemahan yang di kemudian hari dapat berpotensi untuk dimanfaatkan.

C. Implementasi Kerangka Hukum *Insider Trading* di Indonesia pada

Kerangka hukum di Indonesia tentang *insider trading* secara tidak langsung memberi dampak bagi korporasi selaku pihak yang paling besar terkena dampak dari adanya tindakan tersebut. Korporasi sebagai badan hukum juga dapat dimintai pertanggung jawaban pidana sesuai dengan UU 8/1995, sehingga biasanya, korporasi akan merinci ketentuan mengenai *insider trading* dalam peraturan perusahaannya dengan mengingat dan menimbang ketentuan dari regulasi yang sudah ada.

Sejatinya, lembaga yang berwenang dalam memeriksa, mengawasi, dan menyidik tindak pidana *insider trading* diberikan kepada Bapepam. Bapepam

dapat mengadakan pemeriksaan terhadap setiap pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran ketentuan yang ada dalam undang-undang termasuk mengenai *insider trading*.

Bapepam memiliki kewenangan untuk meminta keterangan dan/atau konfirmasi dari pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam *insider trading*, mewajibkan pihak tersebut untuk melakukan atau tidak melakukan kegiatan tertentu, memeriksa dan/atau membuat salinan terhadap catatan, pembukuan, dan/atau dokumen lain dari pihak-pihak yang diduga melakukan atau terlibat, dan menetapkan syarat dan/atau mengizinkan pihak tersebut untuk melakukan tindakan tertentu yang diperlukan dalam rangka penyelesaian kerugian yang timbul. Sebagai lembaga pengawas, bapepam harus bersikap netral dan dilarang memanfaatkan untuk diri sendiri atau mengungkap informasi yang diperoleh kepada pihak manapun. Dalam hal penyidikan tindak pidana mengacu pada ketentuan dalam Pasal 101 UU 8/1995, maka Bapepam juga ditunjuk untuk menyelenggarakan pemeriksaan awal hingga penyidikan terhadap pelanggaran ataupun tindak pidana yang terjadi pada dunia pasar modal.

Namun, di kemudian hari tepatnya pada 31 Desember 2012, tugas pengawasan industri keuangan non bank dan pasar modal secara resmi beralih dari Kemenkeu dan Bapepam ke OJK. Sehingga, pihak pengawas dari segala peristiwa yang berkenaan di ruang lingkup pasar modal termasuk *insider trading* akan dilaksanakan pengawasannya oleh OJK. Sepanjang melaksanakan fungsi pengawasan, OJK telah menjalankan tugas dan kewenangan pengawasannya sesuai dengan mandat atau amanat dari undang-undang tepatnya pada Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan (“**UU OJK**”) dengan tetap mengacu kepada UU 8/1995 dalam pengawasan pasar modal.³⁰

Dalam rangka proses penyidikan yang dilakukan oleh Bapepam atau lebih tepatnya Bapepam-LK yang sekarang telah diganti dengan OJK, dapat dilakukan atas dua kondisi yaitu pertama sebagai kelanjutan dari proses pemeriksaan, kedua adalah penyidikan dilakukan tanpa ada proses pemeriksaan

³⁰ Wawancara bersama Prof. Dr. Paramita Prananingtyas, S.H., LL.M. > 5 Januari 2024.

terlebih dahulu. Kedua kondisi ini muncul dikarenakan OJK diberikan dua kewenangan oleh UU 8/1995 dan UU OJK yaitu kewenangan sebagai pemeriksa dan penyidik, dimana proses penyidikan tidak bergantung dari ada atau tidaknya hasil pemeriksaan.

Dalam konteks ini, OJK sebagai lembaga yang independen atau mandiri dan tidak saling bergantung, memiliki hak dan kewenangan untuk menyelidiki kebenaran informasi setelah menerima laporan, pemberitahuan, atau pengaduan terkait *insider trading*. Berdasarkan UU OJK, dalam upaya penyidikan saat memeriksa kebenaran laporan, OJK berhak untuk meminta data, dokumen, atau bukti lain kepada penyelenggara jasa telekomunikasi untuk dijadikan alat bukti pada penuntutan maupun persidangan. Dalam keadaan tertentu, OJK juga dapat meminta kepada pejabat yang berwenang yaitu pihak imigrasi atau polisi untuk melakukan pencegahan terhadap orang yang diduga telah melakukan tindak pidana di sektor jasa keuangan. UU OJK juga mengatur lebih lanjut mengenai apabila dalam penyidikan ditemukan unsur-unsur tindak pidana pelanggaran terhadap UU 8/1995. Sementara itu, untuk tugas pengawasan OJK antara lain menetapkan kebijakan operasional pengawasan, melakukan pengawasan, pemeriksaan, penyidikan, perlindungan konsumen, dan tindakan lain terhadap lembaga jasa keuangan, pelaku, dan/atau penunjang kegiatan jasa keuangan, penunjukan dan pengelolaan pengguna statuter, memberikan perintah tertulis kepada lembaga jasa keuangan atau pihak lain, menetapkan sanksi administratif, dan lain sebagainya.³¹ Sehingga, dalam pelaksanaan tugas, kewajiban, dan pemenuhan hak serta kewajiban OJK semuanya patuh dan taat hukum sesuai dengan amanat undang-undang.

Perihal korporasi, perusahaan yang terbukti bersalah akan dihukum dan dapat dipidana sesuai dengan ketentuan Pasal 104 UU 8/1995. Selain itu, dalam menyusun peraturan perusahaannya terkait dengan *insider trading*, korporasi juga wajib memperhatikan ketentuan terkait prosedur penanganan tindak pidana yang melibatkan korporasi yang juga diatur dalam Perma No. 13 Tahun 2016 tentang Tata Cara Penanganan Perkara Tindak Pidana oleh Korporasi. Perma

³¹ Ferdy Nurfaizi, "Kewenangan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam Melindungi Investor dari Praktik *Insider Trading* di Pasar Modal," Jurnal Ilmiah, *Repository Fakultas Hukum Universitas Mataram*, 2020, hlm 7-9.

tersebut mengatur bahwa pidana pokok yang dapat dijatuhkan pada korporasi yaitu hanya berupa pidana denda, sehingga besaran denda untuk tindak pidana *insider trading* yang dilakukan oleh korporasi mengacu dan mengikuti pada ketentuan besaran denda yang ada pada UU 8/1995.

Kemudian, meskipun pengaturan-pengaturan *insider trading* telah diwadahi dalam serangkaian peraturan tertentu, dalam penegakan hukumnya masih terdapat beberapa faktor yang dapat mendorong dan menghambat dalam pelaksanaannya, yaitu pertimbangan akan kerangka hukumnya sendiri apakah sudah memadai dan sesuai dengan kebutuhan masyarakat, mentalitas dan moralitas penegak hukum serta pihak-pihak pengemban *fiduciary duty*, fasilitas yang dapat memperlancar proses penegakan hukum, masyarakat dalam hal derajat kepatuhannya untuk tidak berbuat hal-hal yang dilarang oleh undang-undang, dan kebudayaan yang akan mempengaruhi proses penegakan hukum. Selain itu, faktor penghambat juga ditemukan dalam pembuktian *insider trading* karena masih abstrak dan pelaku yang melakukan biasanya memiliki strategi yang sulit untuk dilacak, sehingga hal ini menjadi tantangan tersendiri bagi para penyidik dan para regulator untuk membuat batasan mengenai unsur-unsur pembuktian dalam tindakan *insider trading* yang saat ini masih terbilang rumit dan sulit pembuktiannya.

Pada dasarnya, tiang utama pada segala aktivitas dalam pasar modal adalah kepercayaan (*trust*) dari investor bahwa perdagangan akan adil. Sehingga, apabila iklim investasi dalam pasar modal di Indonesia adil dan sangat minim akan kecurangan dan pelanggaran, maka minat investor akan terbilang besar.³² Oleh karena itu, menjadi tantangan tersendiri bagi pemerintah untuk menyusun regulasi yang menyeluruh, memadai, efektif, namun masih memberikan fleksibilitas pada investor terutama investor asing untuk masuk sebagai jaminan bahwa investasi di Indonesia aman dan adil.

2.2 Studi Komparasi Hukum dan Praktik *Insider Trading* di Indonesia dengan Amerika Serikat

³² Wawancara dengan Prof. Dr. Paramita Prananingtyas, S.H., LL.M. > 5 Januari 2024.

Dalam pengaturan hukum di Amerika Serikat (“US”) terdapat perbedaan mendasar mengenai klasifikasi pihak dari *insider trading*. Pada awalnya US mengatur mengenai insider trading berdasarkan *Security Exchange Act 1934* dan pada saat ini sudah diamandemen menjadi *The 1934 Act*.³³ Dalam Section 10(B) The 1934 Act disebutkan bahwa:

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange”

“To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities based swap agreement any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”

Berdasarkan hal ini badan pengawas bursa saham di US, yakni *Security and Exchange Commission (“SEC”)* menyatakan manipulasi dan rekayasa pasar dalam bentuk apapun baik langsung maupun tidak langsung, baik sekuritas nasional maupun sekuritas apapun yang tidak terdaftar, yang bertentangan dengan peraturan perundang-undangan, kepentingan publik, dan perlindungan bagi investor dapat dinyatakan sebagai tindakan yang ilegal. Section ini tidak secara langsung menyebutkan mengenai kedudukan dan posisi insider trading sebagai pihak yang berkontribusi terhadap *market manipulation*. Maka, dalam hal ini SEC mengadopsi *Rule 10b-5* yang mengatakan:

“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange”

- a. *To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*
- b. *To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*

³³ Taylor & Francis Group, LLC, *Insider Trading: Global Development and Analysis*, (CRC Pres: Taylor & Francis Group, Florida), hlm. 50

- c. *To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,*

Berdasarkan SEC Rule 10b5-1 tersebut, dijelaskan *insider trading* adalah perdagangan sekuritas berdasarkan informasi non publik yang material dapat secara sederhana diklasifikasikan sebagai perdagangan orang dalam, dengan syarat bahwa pedagang yang bersangkutan mengetahui informasi non publik tersebut pada saat transaksi yang relevan dilakukan.³⁴ Pengertian ini mendasarkan konsep *insider trading* di US pada prinsip kesetaraan informasi (*parity of information*)³⁵ dan kesetaraan akses (*equal access*).³⁶ Dalam penilaian terhadap suatu tindakan atau orang yang memiliki informasi yang relevan dengan suatu transaksi yang merugikan kepentingan investor dan publik dapat didasarkan pada teori *equal access*, yang dapat didefinisikan sebagai siapapun orang dalam perusahaan atau bukan yang secara teratur menerima informasi non publik yang material tidak boleh menggunakan informasi ini untuk memperdagangkan sekuritas tanpa tanpa menimbulkan kewajiban untuk mengungkapkannya.³⁷

Hal ini menimbulkan persoalan bagaimana kepastian hubungan antara kepemilikan informasi oleh orang dalam perusahaan dengan perbuatan transaksi. Bagaimana kedudukan terkait pihak yang karena posisinya menerima informasi tersebut. Dalam beberapa *case court* di US dijelaskan bahwa suatu pihak tidak bertanggungjawab kecuali dapat dibuktikan bahwa ia menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi sehingga terdapat relevansi antara informasi dengan transaksi yang terjadi.³⁸ Maka, penggunaan pendekatan *equal access* dan *parity of information* sudah tidak dipertahankan validitasnya.³⁹ Sebagaimana ditafsirkan oleh US *Supreme Court* bahwa makna *insider trading* dalam Section 10-b didasarkan pada prinsip *fiduciary duty* dan kepercayaan dan keyakinan (*trust and*

³⁴ Sec. 240.10b5-1 para. (b), SEC Rule 10b5-1. <https://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240>. 10b5-1, diakses pada 1 November 2023.

³⁵ Baca SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1968) (en banc); catatan ke-17 dan penjelasannya.

³⁶ Baca United States v. Chiarella, 588 F.2d 1358, 1365 (2d Cir. 1978), rev'd, 445 U.S. 22 222 (1980); catatan ke-26 dan penjelasannya.

³⁷ Baca United States v. Chiarella, 588 F.2d 1358, 1365 (2d Cir. 1978), rev'd, 445 U.S. 222 (1980).

³⁸ James Hamilton & Ted Traudman, *Guide to Regulation FD and Insider Trading Reform*, (CCH Incorporated, Chicago 2001, hlm. 93-96.

³⁹ Baca Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983); Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 29 (1980)

confidence).⁴⁰

Berdasarkan hal tersebut terdapat penggolongan pihak penerima informasi yang relevan dengan suatu transaksi, yakni pihak yang menerima karena profesi atau kedudukannya dan pihak yang menerima secara sengaja ataupun tidak sengaja bukan karena profesi atau kedudukannya. Mengacu pada penafsiran US *Supreme Court*, perdagangan atas dasar informasi non publik yang material oleh direktur, pejabat, atau orang dalam perusahaan lainnya misalnya, pemegang saham pengendali dalam sekuritas perusahaan dilarang berdasarkan Section 10(b) karena, dengan terlibat dalam perdagangan semacam itu, orang tersebut melanggar kewajiban fidusia yang terutang kepada perusahaan dan pihak-pihak yang berada di sisi berlawanan dari transaksi tersebut, yaitu pemegang saham perusahaan. Oleh karena itu, kewajiban pengungkapan muncul dalam konteks ini dari *fiduciary duty* dan *trust and confidence*.

Hal ini juga berlaku pada konsultan perusahaan yang bersangkutan, termasuk pengacara, akuntan, dan bankir, yang mengetahui informasi non publik yang material dengan pemahaman bahwa informasi ini harus tetap dirahasiakan. Dengan demikian mereka dianggap memiliki hubungan dan relevan dengan informasi material berdasarkan *fiduciary duty* dan *trust and confidence*. Dalam hal ini mereka tunduk terhadap Section Pengungkapan yang mewajibkan mereka untuk mengungkapkan informasi material secara transparan kepada pihak yang diatur dan tidak melakukan perdagangan (*tipping*) sampai penyebaran informasi tersebut dilakukan secara bersama dan setara.⁴¹

Kemudian terhadap pihak yang mendapatkan informasi bukan karena kedudukannya, profesinya, dan kewajibannya dapat tergolong *insider trading* apabila didasarkan pada *misappropriation theory*.⁴² Berdasarkan *misappropriation theory*, pihak yang tidak memiliki hubungan dengan perusahaan atau karyawannya masih dapat melanggar undang-undang *insider trading* dengan memperdagangkan sekuritas perusahaan.⁴³

Namun tidak seperti Indonesia, US tidak langsung mengategorikan *insider*

⁴⁰Baca Chiarella, 445 U.S. at 230 (Pertimbangan hakim tanggung jawab *insider trading* dalam terjadi pengungkapan didasarkan pada *fiduciary duty* dan *trust and confidence*)

⁴¹ Baca Steinberg, catatan supra 1, pada 110-111; W. Wang & M. Steinberg, catatan ke-10

⁴² Baca United States v. O'Hagan 117 S.Ct. 2199 (1997).

⁴³ Baca Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).

trading ke dalam tindak pidana, terdapat beberapa konsiderasi pembelaan. Sebagai contoh dalam trader orang perorangan dapat dibebaskan dari jerat tindak pidana *insider trading*, apabila sebelum mengetahui informasi yang relevan atau non-publik tadi, orang tersebut telah menandatangani kontrak transaksi efek yang mengikat, menginstruksikan orang lain untuk melakukan transaksi efek melalui rekening orang yang menginstruksikan, dan membuat rencana tertulis untuk perdagangan efek.

Dalam putusan kasus *United States v. Carpenter*,⁴⁴ tingkat kasasi memperhatikan *dissenting opinion* dari Hakim Agung Burger mengenai *misappropriation theory* untuk mendukung penafsiran yang sangat luas atas Section 10(b) dan Section 10b- 5 yang menjangkau pihak manapun yang melakukan perdagangan di pasar sekuritas mana pun yang mendapat informasi lebih dahulu dari pasar dan relevan dapat dikategorikan sebagai *insider trading*. Penafsiran ini membawa orang-orang yang tidak memiliki hubungan dengan orang dalam perusahaan ke dalam lingkup pertanggungjawaban atas *insider trading* didasarkan pada *misappropriation theory insider trading*.⁴⁵ Meskipun *US Supreme Court* tidak pernah secara eksplisit menegaskan *misappropriation theory*,⁴⁶ *US Court* telah memperluas cakupan *insider trading* dalam sedemikian rupa sehingga aktivitas yang dibatasi bukanlah aktivitas yang awalnya dimaksudkan oleh Kongres untuk dibatasi berdasarkan Pasal 10(b).

Berdasarkan *misappropriation theory* ada 3 (tiga) hal yang membuat seseorang memiliki kewajiban untuk menjaga informasi rahasia:⁴⁷

1. Kewajiban tersebut ketika pemberi informasi memberikan concern untuk menjaga informasi tersebut dan penerima informasi setuju;
2. Kedua belah pihak telah terbiasa berbagi informasi rahasia, dan pihak yang berkaitan mengetahui dengan pasti bahwa informasi rahasia tersebut harus dirahasiakan juga sejalan dengan keinginan pemberi informasi tersebut; dan
3. Kewajiban tersebut ada ketika anggota keluarga atau karena suatu hubungan

⁴⁴ Baca 791 F.2d 1024 (2d Cir. 1986), *affd*, 484 U.S. 19 (1987).

⁴⁵ Baca *United States v. Chestman*, 947 F.2d 551 (2d Cir. 1991), *cert. denied*, 503 U.S. 1004 (1992).

⁴⁶ Baca Christine Murra, Note, *The Misappropriation Theory: A Practical Means of Imposing Rule 10b-5 Liability*, 24 U. RICH. L. REV. 211, 221 (1990).

⁴⁷ James Hamilton & Ted Traudman, *Guide to Regulation FD and Insider Trading Reform*, (CCH Incorporated, Chicago 2001, hlm 69-80).

kekerabatan seseorang menerima informasi material yang bersifat rahasia dan belum dipublikasikan.

Poin yang harus digarisbawahi dalam semua kewajiban ini adalah, kewajiban ini timbul selama informasi material tersebut belum dipublikasikan. Makna publikasi di sini tidak hanya publikasi secara media ataupun medium lainnya tetapi publikasi terjadi ketika minimal informasi tersebut sampai ke perantara perdagangan efek dan investor profesional.⁴⁸

Kemudian sanksi untuk pelaku *insider trading* diatur dalam Section 32 (a) dan 15 (b) (4) 1934 Act sebagai berikut:

“Any person who willfully violates any provision of this title (other than section 30A), or any rule or regulation thereunder the violation of which is made unlawful or the observance of which is required under the terms of this title, or any person who willfully and knowingly makes, or causes to be made, any statement in any application, report, or document required to be filed under this title or any rule or regulation thereunder or undertaking contained in a registration statement as provided in subsection (d) of section 15 of this title, or by any self-regulatory organization in connection with an application for membership or participation therein or to become associated with a member thereof, which statement was false or misleading with respect to any material fact, shall upon conviction be fined not more than \$5,000,000, or imprisoned not more than 20 years, or both, except that when such person is a person other than a natural person, a fine not exceeding \$25,000,000 may be imposed; but no person shall be subject to imprisonment under this section for the violation of any rule or regulation if he proves that he had no knowledge of such rule or regulation.”

“The Commission, by order, shall censure, place limitations on the activities, functions, or operations of, suspend for a period not exceeding twelve months, or revoke the registration of any broker or dealer if it finds, on the record after notice and opportunity for hearing, that such censure, placing of limitations, suspension, or revocation is in the public interest and that such broker or dealer, whether prior or subsequent to becoming such, or any person associated with such broker or dealer,

⁴⁸ Bainbridge, Stephen M. *Securities Law: Insider Trading*. Second edition. New York: Foundation Press, 2007.

whether prior or subsequent to becoming so associated”

Berdasarkan hal tersebut bahwa *insider trading* apabila berupa perorangan dapat dikenakan denda maksimal sebesar \$5,000,000 dan dapat dipenjara maksimal 20 tahun dan apabila berbentuk badan hukum atau selain perorangan dapat dikenakan denda maksimal \$25,000,000. Kemudian SEC juga bisa memberikan sanksi administratif terhadap *insider trading* berupa pembatasan ataupun pencabutan fungsi, operasi, dan juga suspend yang tidak lebih dari 12 (dua belas) bulan. Kemudian berdasarkan *The Insider Trading Sanctions Act of 1984*, pelaku yang menggunakan informasi material yang belum dipublikasikan untuk membeli atau menjual saham akan dikenakan denda 3x (tiga kali) lipat dari keuntungan yang diperoleh. Berikut tabel perbedaan pengaturan *insider trading* di Indonesia dengan di US:⁴⁹

PERBEDAAN	US	INDONESIA
Pihak yang dapat menjadi <i>insider trading</i>	Semua pihak yang mendapatkan informasi material yang belum dipublikasikan hingga lapis ketiga dari sumber informasi tersebut.	Hanya pihak orang dalam perusahaan, pihak yang memiliki hubungan kerja dengan emiten atau perusahaan terkait, dan pihak yang memperoleh informasi material yang belum dipublikasikan secara melawan hukum.
Teori yang dianut	<i>Misappropriation theory</i>	<i>Fiduciary duty theory</i>
Penegakan Hukum	Pemidanaan selama maksimal 20 tahun dan denda sebesar maksimal \$5,000,000 dan untuk badan hukum dikenakan denda	Belum pernah ada kasus pemidanaan dan pembuktian secara sempurna <i>insider trading</i> ,

⁴⁹ Wawancara bersama Prof.Dr.Paramita Prananingtyas,SH.. LL.M.>5 Januari 2024.

	<p>sebesar maksimal \$25,000,000 dan sanksi pembatasan ataupun pencabutan fungsi, operasi, dan juga suspend serta denda 3x (tiga kali) lipat dari keuntungan yang diperoleh.</p>	<p>biasanya sanksinya hanya administratif</p>
--	--	---

2.3 Rekonstruksi Hukum yang Perlu Dilakukan untuk Pembaharuan Regulasi Pidanaan *Insider Trading* di Indonesia

Penegakan hukum pidana terhadap praktek *insider trading* di Indonesia masih belum efektif. Dalam pelaksanaannya, pelaku *insider trading* tidak pernah dikenai sanksi pidana dan hanya dikenakan sanksi administratif saja padahal UUPM telah mengatur mengenai sanksi pidananya. Salah satu faktor yang menyebabkan proses pelaporan secara pidana jarang dilakukan adalah sulitnya pembuktian *insider trading* di Indonesia. Salah satu faktor yang menyebabkan hal tersebut adalah adanya aturan hukum yang menerapkan *electa una via principle*. Prinsip *electa una via principle* merupakan perluasan dari prinsip *ne bis in idem* yang berarti tidak dua kali atas hal yang sama. Penerapan prinsip ini membuat suatu tindak pidana dalam ruang lingkup pasar modal seperti *insider trading* tidak dapat dikenai pidana karena hanya dikenakan sanksi administrasi. Penerapan *una via* penegak hukum yang dalam hal ini adalah Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dapat menentukan apakah pelaku *insider trading* akan dikenai sanksi administratif atau meneruskan prosesnya sehingga dikenai sanksi pidana.

Rekonstruksi hukum secara formil dan materiil perlu dilakukan untuk menutupi celah-celah hukum yang ada. Rekonstruksi ini juga perlu dilakukan agar pelaku dari *insider trading* dapat dipidana karena pada saat ini belum ada kasus *insider trading* yang sampai ke pengadilan.⁵⁰ Salah satu negara dengan konstruksi hukum yang baik tentang pidana kasus *insider trading* adalah Amerika Serikat. Namun, kami menyadari bahwa Indonesia tidak dapat menerapkan sepenuhnya

⁵⁰ Emir Adzan Syazali, dkk, *Analisis Penegakan Hukum Insider Trading di Pasar Modal Indonesia*, Jurnal Sains Sosio Humaniora, Vol. 6(2). 2022. Hlm. 376

konstruksi hukum pasar modal Amerika Serikat di Indonesia karena perbedaan intensitas kasus yang terjadi dan juga perbedaan kondisi ekonomi. Namun, dalam hal substansi kami merekomendasikan untuk mengadaptasi beberapa ketentuan hukum pasar modal di Amerika Serikat secara materiil dan formil.

Rekonstruksi secara materiil yang perlu dilakukan adalah memperluas subjek dari tindak pidana *insider trading*. Indonesia menganut asas *fiduciary duty* siapa saja yang dibayar oleh perusahaan untuk melaksanakan tugas yang diberikan, maka ia mempunyai *duty* kepada perusahaan untuk melaksanakan tugas dengan sebaik-baiknya. Orang yang telah diberikan tugas tidak boleh mengambil manfaat. UUPM menganut *fiduciary duty* yang diatur dalam Pasal 95 UUPM. Diatur bahwa pelaku *insider trading* hanya menjangkau orang dalam kapasitas *fiduciary duty* saja. Berbeda dengan Indonesia, Amerika Serikat menggunakan asas *misappropriation theory* yang berarti transaksi yang dilakukan oleh orang luar perusahaan secara tidak sengaja berdasarkan informasi yang bersifat rahasia dan belum tersedia bagi masyarakat dianggap sama dengan telah melakukan *insider trading*. Pasar modal Indonesia seharusnya dapat mencontoh dari peraturan yang diterapkan di Amerika Serikat karena tidak hanya orang yang memiliki *fiduciary duty* yang dapat disebut sebagai *insider* namun orang yang tidak memiliki hubungan sama sekali atau dalam artian orang yang mendapatkan informasi secara tidak sengaja dapat dikatakan sebagai *insider*.

Rekonstruksi secara materiil yang perlu dilakukan adalah pengaturan mengenai sanksi pidana agar pelaku *insider trading* mendapatkan efek jera. Sanksi pidana yang dapat dikenakan kepada pelaku *insider trading* diatur dalam Pasal 104 UUPM yang mana diancam dengan pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda paling banyak sebesar Rp 15.000.000.000,00 (lima belas miliar rupiah). Hal ini menurut kami kurang adil karena jumlah keuntungan yang didapatkan oleh pelaku *insider trading* bervariasi dan berbeda-beda. Hal ini kemudian tidak menimbulkan rasa keadilan karena pelaku *insider trading* tidak memandang berapa jumlah keuntungan yang didapat diancam dengan pidana denda yang sama. Rekonstruksi pemidanaan denda ini perlu dilakukan untuk menimbulkan rasa keadilan bagi pelaku seperti besaran denda yang dikenakan dihitung dengan persentase yang

tetap atas keuntungan yang telah didapat. Apabila pelaku dari *insider trading* adalah badan hukum, dapat dikenakan sistem *range* atau jangkauan yang dibuat berdasarkan keuntungan yang didapat.

Tidak hanya rekonstruksi secara materiil, tetapi rekonstruksi secara formil juga perlu dilakukan seperti dengan menerapkan pidana tambahan yang berkaitan dengan hak-hak dari para pihak yang dirugikan. Hasil dari manipulasi pasar harus dirampas dan harus ada pengembalian keadaan seperti semula untuk memberikan rasa keadilan bagi pihak yang dirugikan. Selain itu, guna mengefektifkan penegakan hukum, perlu adanya hakim khusus atau hakim *ad hoc* yang khusus memutus perkara pasar modal. Dalam konteks pemidanaan, OJK selama ini kesusahan untuk memidanakan pelaku *insider trading* karena pembuktiannya sulit sehingga kasus *insider trading* tidak pernah sampai ke pengadilan.

Menurut Pasal 184 ayat (1) KUHAP, alat bukti yang dianggap sah terdiri dari bukti keterangan saksi, keterangan ahli, surat, petunjuk, dan keterangan terdakwa, Alat bukti dari *insider trading* tidak dapat diklasifikasikan ke lima alat bukti yang sudah diatur oleh KUHAP. Bukti transaksi yang dilakukan di bursa merupakan hasil elektronik berupa *print out*. Menurut Sudikno Mertokusumo, yang dimaksud dengan surat adalah segala sesuatu yang memuat tanda yang dapat dibaca dan menyatakan suatu buah pikiran dimana buah pikiran tersebut bisa dipakai sebagai pembuktian. Alat bukti surat terdiri dari 2 jenis yakni akta dan surat biasa sehingga bukti transaksi yang dilakukan di bursa bukan termasuk surat yang disebutkan dalam undang-undang. Oleh karena itu, OJK kesulitan untuk menyerahkan alat bukti sebagai dasar dilakukannya penuntutan.

Dari segi struktur hukum, OJK sebagai lembaga pengawas juga tidak memiliki kewenangan untuk mengakses rekening pelaku *insider trading*.⁵¹ Bapepam sendiri pernah meminta agar UUPM diubah agar Bapepam diberikan kewenangan agar dapat mengakses data rekening sekuritas, bank, maupun data-data lembaga keuangan lainnya. Dengan memberikan kewenangan kepada Bapepam, jumlah *insider trading* juga dapat diminimalisasi. Bapepam seharusnya diberi kewenangan untuk mengakses data perdagangan elektronik seperti SEC yang memiliki kewenangan tersebut.

⁵¹ Dadang Iskandar, Penegakan Hukum atas Kejahatan Perdagangan Orang Dalam (Insider trading) di Pasar Modal, YUSTISI Vol.4 No.1 Maret 2007, hlm 78

“This study uses data for common stocks for firms whose officers, directors, controlling shareholders or others acting on information supplied by them have been accused of insider trading by the SEC. We extract defendant information such as security name, dates of trades, volumes, prices, date of trade, and date of the disclosure of the news on which the insider trades using litigation releases.”⁵²

Tidak hanya itu, penyidik OJK tidak hanya berfokus kepada pasar modal saja. Kami merekomendasikan kepada OJK agar meningkatkan jumlah penyidik yang berfokus kepada pasar modal untuk meningkatkan pengawasan dari pasar modal itu sendiri. Penulis berpendapat bahwa rekonstruksi hukum baik secara formil maupun materiil perlu dilakukan agar pelaku *insider trading* dapat dikenai pidana dan dapat memberikan efek jera bagi pelaku *insider trading* di Indonesia.

⁵² Securities Exchange Commission, www.sec.gov, diakses tanggal 24 November 2023.

BAB III PENUTUP

3.1 Kesimpulan

Secara yuridis, sebetulnya Indonesia telah tegas dalam mengatur mengenai *insider trading* dan telah terakomodasi dengan baik melalui UU 8/1995, serangkaian POJK, dan beberapa peraturan dari Bapepam. Selain itu, kepada kegiatan pasar modal telah dilakukan pengawasan yang maksimal dari OJK sesuai dengan mandat undang-undang. Sayangnya, peraturan mengenai pasar modal di Indonesia terutama mengenai *insider trading* in hanya mengatur ketentuan pada pelaku di lapisan utama yaitu hanya mengakui orang dalam yang memiliki hubungan kepercayaan dengan perusahaan, sementara pihak lain yang menerima informasi (*secondary tippee*) tidak diatur secara langsung dengan jelas. Sanksi yang diancamkan juga belum memberikan efek jera yang cukup terhadap pelaku. Hal ini mengakibatkan adanya beberapa kekosongan dan celah hukum yang dapat dimanfaatkan oleh oknum tertentu. Sehingga, hal ini penting untuk dievaluasi lebih lanjut.

Penegakan hukum pidana terhadap praktek *insider trading* di Indonesia masih belum efektif. Dalam pelaksanaannya, pelaku *insider trading* tidak pernah dikenai sanksi pidana dan hanya dikenakan sanksi administratif saja padahal UUPM telah mengatur mengenai sanksi pidananya. Rekonstruksi hukum secara formil dan materiil perlu dilakukan untuk menutupi celah-celah hukum yang ada. Rekonstruksi ini juga perlu dilakukan agar pelaku dari *insider trading* dapat dipidana karena pada saat ini belum ada kasus *insider trading* yang sampai ke pengadilan.

Salah satu negara dengan konstruksi hukum yang baik tentang pemidanaan kasus insider trading adalah Amerika Serikat. Seperti yang diatur dalam Section 32 (a) dan 15 (b) (4) 1934 Act bahwa insider trading apabila berupa perorangan dapat dikenakan denda maksimal sebesar \$5,000,000 dan dapat dipenjara maksimal 20 tahun dan apabila berbentuk badan hukum atau selain perorangan dapat dikenakan denda maksimal \$25,000,000.

Kemudian berdasarkan The Insider Trading Sanctions Act Of 1984, pelaku yang menggunakan informasi material yang belum dipublikasikan untuk membeli

atau menjual saham akan dikenakan denda 3x (tiga kali) lipat dari keuntungan yang diperoleh. Oleh karena itu, rekonstruksi hukum baik secara formil maupun materiil perlu dilakukan agar pelaku *insider trading* dapat dikenai pidana dan dapat memberikan efek jera bagi pelaku *insider trading* di Indonesia.

3.2 Saran

3.2.1 Mengevaluasi lebih lanjut dan/atau memperbarui UU 8/1995 sebagai respon dan upaya mengatasi celah dan kekosongan hukum yang ada, supaya dapat menciptakan regulasi yang menyeluruh dan memadai sebagai jaminan atas iklim investasi di Indonesia yang aman dan adil untuk para investor.

3.2.2 Meningkatkan pengawasan dan penegakan hukum terhadap *insider trading* di pasar modal untuk meningkatkan efisiensi.

3.2.3 Memperluas definisi *insider trading* di Indonesia melalui penerapan teori *misappropriation* yang diperluas lagi konteksnya.

3.2.4 Perlunya melakukan rekonstruksi secara materiil yang memperluas subjek dari tindak pidana *insider trading* bahwa transaksi yang dilakukan oleh orang luar perusahaan secara tidak sengaja berdasarkan informasi yang bersifat rahasia dan belum tersedia bagi masyarakat dianggap sama dengan melakukan *insider trading*.

3.2.5 Berkaitan dengan pemidanaan, rekonstruksi pemidanaan denda perlu dilakukan untuk menimbulkan rasa keadilan bagi pelaku seperti besaran denda yang dikenakan dihitung dengan persentase yang tetap atas keuntungan yang telah didapat dari hasil *insider trading*.

3.2.6 Apabila pelakunya merupakan badan hukum, sanksi yang dikenakan dapat berupa *range* tergantung dengan keuntungan yang telah didapat dari hasil *insider trading*

3.2.7 Perlunya perampasan terhadap hasil dari manipulasi pasar sebagai pidana tambahan dan harus ada pengembalian keadaan seperti semula untuk memberikan rasa keadilan bagi pihak yang dirugikan.

3.2.8 Guna mengefektifkan penegakan hukum, perlu adanya hakim khusus atau hakim *ad hoc* yang khusus memutus perkara pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

Undang-Undang dan Peraturan Hukum

Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan

Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 78/POJK.04/2017 tentang Transaksi Efek yang Tidak Dilarang Dilakukan oleh Orang Dalam.

Peraturan Mahkamah Agung (PERMA) Nomor 13 Tahun 2016 tentang Tata Cara Penanganan Perkara Tindak Pidana oleh Korporasi

The Securities and Exchange Commission, Security Exchange Act 1934

The Insider Trading Sanctions Act of 1984

Buku

Bainbridge, & Stephen M. (2007). *Securities Law: Insider Trading* (2nd Edition ed.). New York: Foundation Press.

Friedman, J. P. (1987). *Dictionary of Business*. New York: Baron's Educational Series.

Fuady, M. (1996). *Pasar Modal Modern*. Bandung: Citra Aditya Bakti.

Gisymar, N. A. (1999). *Insider Trading dalam Transaksi Efek*. Bandung: Citra Aditya Bakti.

Hamilton, J., & Traudman, T. (2001). *Guide to Regulation FD and Insider Trading Reform*. CCH Incorporated, Chicago.

Khairandy, R., & Najib. (1997). *Aspek Hukum Insider Trading di Bursa Efek* (1st ed.). Media Advokat.

Murra, C. (1990). *The Misappropriation Theory: A Practical Means of Imposing Rule 10-5 Liability*, 24 *U. Rich L. Rev* 211,211.

Nasution, B. (2001). *Keterbukaan dalam pasar modal*. Universitas Indonesia, Fakultas Hukum, Program Pascasarjana.

Pramono, N. (2013). *Hukum PT. Go Public dan Pasar Modal*. Yogyakarta: CV Andi Offset.

Salman, O. (2007). *Teori Hukum (Suatu Pencarian/Penelaahan)*. Jakarta: Renada Media.

- Soekanto, S., & Mamudja, S. (2001). *Penelitian Hukum Normatif (Suatu Tinjauan Singkat)*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Sunggono, B. (2003). *Metodologi Penelitian Hukum*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Taylor & Francis Group. (n.d.). *Insider Trading: Global Development and Analysis*. CRC Press: Taylor & Francis Group, Florida.

Jurnal

- Ferdy Nurfaizi. (2020). Kewenangan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam Melindungi Investor dari Praktik Insider Trading di Pasar Modal. *Jurnal Ilmiah Repository Fakultas Hukum Universitas Mataram*.
- Hapsari, I. (2012). Tinjauan Hukum dalam Penanganan Insider Trading di Amerika Serikat (Studi Kasus: SEC vs Rajaratman). *SKRIPSI Repository Universitas Indoneisa*.
- Isananda, W. (2011). Analisis Kasus Dugaan Insider Trading dalam Perdagangan Saham PT. Bhakti Investama, Tbk. *SKRIPSI, Repository Universitas Indonesia*.
- Iskandar, D. (2007). Penegakan Hukum atas Kejahatan Perdagangan Orang Dalam (Insider Trading) di Pasar MODal. *YUSTISI, Vol. 4*(No. 1).
- Junaedi, A. (2020). Tindak Pidana Insider Trading dalam Praktik Pasar Modal Indonesia. *Media Iuris, Vol. 7*.
- Palayukan, T. P., Nasution, B., Sunarmi, & Mahmud Siregar. (2013). Analisis Terhadap Larangan Praktik Insider Trading di Pasar Modal. *USU Law Journal, Vol. 2*(No. 2).
- Syazali, E. A., Irawan, A., Alfarisi, M., Ternando, A., & Rahman. (2022). Analisis Penegakan Hukum Insider Trading di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Sains Sosio Humaniora, Vol. 6*(No. 2).
- Tampubolon, A. (2015). Praktik Insider Trading dalam Transaksi Efek di Pasar Modal dan Upaya Pencegahannya melalui Penerapan Prinsip Keterbukaan (Disclosure Principle). *Premise Law Journal, Vol. 7*.
- Thalib, P. (2012). Mekanisme Penanganan Kejahatan Insider Trading Pasar Modal di Indonesia. *Yuridika, Vol. 27*(No. 2).

Putusan

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 849 (2d Cir. 1968) (en banc).

United States v. Chiarella, 588 F.2d 1358, 1365 (2d Cir. 1978), rev'd, 445 U.S. 222 (1980).

United States v. Chiarella, 588 F.2d 1358, 1365 (2d Cir. 1978), rev'd, 445 U.S. 222 (1980).

Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983); Chiarella v. United States, 445 U.S. 222 (1980)

Chiarella, 445 U.S. at 230.

Steinberg, catatan supra 1, pada 110-111; W. Wang & M. Steinberg.

United States v. O'Hagan 117 S.Ct. 2199 (1997).

Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907 (1961).

United States v. Chestman, 947 F.2d 551 (2d Cir. 1991), cert. denied, 503 U.S. 1004 (1992).

Christine Murra, Note, *The Misappropriation Theory: A Practical Means of Imposing Rule 10b-5 Liability*, 24 U. RICH. L. REV. 211, 221 (1990).

Website

Folger, J. (2023, July 30). *Investing vs. Trading: What's the Difference?* Investopedia. Retrieved October 5, 2023, from <https://www.investopedia.com/ask/answers/12/difference-investing-trading.asp>

Hayes, A. (2022, April 29). *Tipping: What It Means, How It Works, Example*. Investopedia. Retrieved November 1, 2023, from <https://www.investopedia.com/terms/t/tipping.asp>

Roadmap Pasar Modal Indonesia 2023-2027 Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.). Otoritas Jasa Keuangan. Retrieved Oktober 31, 2023, from <https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/publikasi/Documents/Pages/Roadmap-Pasar-Modal-Indonesia-2023---2027/Roadmap%20Pasar%20Modal%20Indonesia%202023-2027.pdf>