



FORSCHUNGSFORUM LAW JOURNAL

FORUM RISET DAN DEBAT MAHASISWA
FAKULTAS HUKUM UPN VETERAN JAKARTA

Vol. 1 No. 3 Tahun 2024

Ekstensifikasi Penentuan *Outsider* Pada Pengungkapan Kejahatan *Insider Trading* di Pasar Modal Berdasarkan *Misappropriation Theory*

Extensification of Outsider Determination on Disclosure of Insider Trading Based on Misappropriation Theory

Muhammad Daffa Alfandy

Fakultas Hukum, Universitas Brawijaya Malang, Jl. MT. Haryono No. 169, Kec. Lowokwaru, Kota Malang, Jawa Timur, Email: daffa1379@gmail.com

Abstrak: Penyelenggaraan pasar modal harus diiringi pula oleh progresifitas pengaturan hukum melalui penciptaan regulasi berupa UU Pasar Modal yang bertujuan untuk memberikan perlindungan hukum preventif dari segala kejahatan yang potensial terjadi, salah satunya adalah perdagangan orang dalam (*insider trading*). Paradigma yang digunakan dalam pengaturan *insider trading* pada UU Pasar Modal menganut prinsip *fiduciary duty*. Artinya, secara konseptual, orang dalam perusahaan selaku pihak yang diberikan kepercayaan untuk menjalankan operasional perusahaan (*trustee*) berkewajiban untuk menjalankan kepercayaan tersebut dengan itikad baik, sehingga orang dalam tersebut tidak diperbolehkan untuk memanfaatkan kepemilikan informasi material untuk melakukan transaksi efek yang bertujuan untuk menguntungkan dirinya sendiri. Permasalahan muncul ketika prinsip *fiduciary duty* yang dianut oleh UU Pasar Modal tidak dapat mengungkap *insider trading* yang dilakukan oleh: (1) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi orang dalam dari *outsider* atau *tippee* lainnya dan (2) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi material dengan tanpa melawan hukum. Hal tersebut dikarenakan beban pembuktian pada prinsip *fiduciary duty* adalah keterkaitan antara pelaku dengan orang dalam pada emiten. UU Pasar Modal harus membuka ruang digunakannya *misappropriation theory* yang pendekatannya berorientasi pada sifat kepemilikan dari informasi material sebagaimana yang diterapkan oleh Singapura. Metode penelitian yang digunakan adalah yuridis-normatif dengan menggunakan pendekatan perundang-undangan, pendekatan perbandingan, dan pendekatan kasus. Hasil penelitian menunjukkan bahwa prinsip *fiduciary duty* sebagaimana termaktub dalam Pasal 95 UU Pasar Modal tidak dapat menjangkau perilaku *secondary tippee* dan *tippee* yang mendapatkan informasi tanpa melawan hukum. Oleh karena itu, Penulis berpendapat perlu dilakukannya ekstensifikasi penentuan *outsider* berdasarkan *misappropriation theory*.

Kata Kunci: *Fiduciary Duty*; *Misappropriation Theory*; *Insider Trading*; *Outsider*.

Abstract: The implementation of the capital market must also be accompanied by the progressiveness of legal arrangements through the creation of regulations in the form of the Capital Market Law which aims to provide preventive legal protection from all potential crimes, one of which is insider trading. The paradigm used in setting insider trading in the Capital Market Law adheres to the principle of fiduciary duty. Company insiders as parties entrusted to carry out company operations are obliged to exercise the trust in good faith, so that the insider is not allowed to utilize the ownership of material information to conduct securities transactions aimed at benefiting himself. The problem arises when the principle of fiduciary duty adopted by the Capital Market Law cannot disclose insider trading conducted by: (1) outsiders or tippees who obtain inside information from outsiders or other tippees and (2) outsiders or tippees who obtain material information without unlawful. This is because the burden of proof on the fiduciary duty principle is the relationship between the perpetrator and insiders in the issuer. The Capital Market Act should open up space for the use of misappropriation theory whose approach is oriented towards the ownership nature of material information as applied by Singapore.

The research method used is juridical-normative using a statutory approach, a comparative approach, and a case approach. The results showed that the principle of fiduciary duty as embodied in Article 95 of the Capital Market Law cannot reach the behavior of secondary tippees and tippees who obtain information without violating the law. Therefore, the author argues that it is necessary to extensify the outsider determination based on misappropriation theory.

Keywords: Fiduciary Duty; Misappropriation Theory; Insider Trading; Outsider.

1. Pendahuluan

Pasar modal (*capital market*) merupakan tempat atau *locus* bertemunya pihak yang kelebihan dana (*surplus of funds*) dengan pihak yang membutuhkan dana (*lack of funds*) dengan cara memperjualbelikan surat berharga, baik melalui perdagangan efek maupun penawaran umum. Secara legal-formal, definisi konseptual dari pasar modal termaktub secara *expressis verbis* dalam Pasal 1 angka 13 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UU Pasar Modal) yang berbunyi, “*Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.*” Mengacu pada definisi *a quo*, dapat ditarik beberapa unsur berkaitan dengan pasar modal, antara lain: (a) kegiatan jual beli efek melalui penawaran umum maupun perdagangan efek; dan (b) penerbitan efek dilakukan oleh perusahaan publik, lembaga, atau profesi yang dapat melakukan transaksi efek.

Hadirnya UU Pasar Modal memberikan efek yang signifikan bagi akselerasi pasar modal di Indonesia. Akselerasi tersebut direpresentasikan dari nilai transaksi, volume transaksi, pergerakan indeks harga saham gabungan (IHSG), dan eskalasi emiten yang terus meningkat tiap tahunnya. Pada awal diberlakukannya UU Pasar Modal, jumlah emiten yang terdaftar adalah 238 emiten dengan total nilai transaksi sebesar Rp 32, 358 triliun. Sementara, menurut data Bursa Efek Indonesia (BEI), hingga Januari 2023, terdapat 833 emiten yang telah melantai di bursa saham dengan total nilai transaksi mencapai Rp 2. 228, 798 triliun dengan asumsi rata-rata transaksi sebesar Rp 10 triliun tiap 3 (tiga) bulannya). Data tersebut menunjukkan bahwa pasar modal kian menjadi primadona bagi para investor untuk mendapatkan keuntungan dari kapitalisasi pasar (*market cap*).

Penyelenggaraan jual beli efek di pasar modal tentunya diiringi oleh hadirnya berbagai macam kejahatan, salah satunya adalah perdagangan orang dalam yang dalam istilah teknisnya disebut sebagai *insider trading*. Definisi dari *insider trading* tidak diatur dalam rezim hukum pasar modal di Indonesia, namun apabila mengacu pada pendapat Sofyan

Djalil, *insider trading* diartikan sebagai praktik dimana pihak internal dari perusahaan (*corporate insider*) melakukan transaksi sekuritas secara ilegal dengan memanfaatkan informasi eksklusif yang mereka miliki dimana informasi tersebut belum dibuka ke umum. Munir Fuady dalam bukunya "Pasar Modal Modern" menyebutkan terdapat beberapa elemen yuridis yang menggambarkan pranata hukum dari *insider trading*, antara lain: (a) sedang dilakukannya aktivitas perdagangan efek, (b) dilakukan oleh orang dalam perusahaan, (c) transaksi dilakukan dengan memanfaatkan informasi secara eksklusif, (d) informasi tersebut bersifat *closure* (belum diketahui umum), dan (e) bertujuan untuk mendapatkan keuntungan yang lebih dan terkesan tidak wajar.

Meskipun tidak diatur mengenai definisi konseptualnya, namun UU Pasar Modal memberikan ketentuan normatif perihal siapa saja yang dapat dikualifikasikan sebagai orang dalam. Pasal 95 UU Pasar Modal mengatur pihak yang dapat dikualifikasikan sebagai orang dalam sebagai berikut:

- a) Komisaris, direktur, atau pegawai emitan atau perusahaan publik;
- b) Pemegang saham utama (*main shareholders*) emiten atau perusahaan publik;
- c) Orang perseorangan yang karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungan usahanya dengan emiten atau perusahaan publik memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi orang dalam; atau
- d) Pihak yang dalam waktu 6 (enam) bulan terakhir tidak lagi menjadi pihak sebagaimana dimaksud pada 3 (tiga) ketentuan sebelumnya.

Makna perseorangan di atas yaitu orang yang karena kedudukan menjabat pada suatu institusi, badan pemerintah, atau lembaga. Sedangkan yang dimaksud dengan profesi yaitu perseorangan yang kegiatan usahanya bertindak selaku penjamin emisi (*underwriter*), perantara perdagangan efek (*broker*), manajer investasi (*investment manager*), penasihat investasi, notaris/konsultan hukum, dan pialang. Semua profesi tersebut yang karena kegiatan usahanya memiliki informasi material yang berkaitan dengan emiten bersangkutan.

Insider trading menjadi fokus perhatian mengingat konfigurasi penyelenggaraan pasar modal berorientasi pada prinsip keterbukaan yang diyakini sebagai *regulative idea* (ide pedoman) yang pada *output*-nya dapat memelihara kepercayaan (*trust*) publik terhadap pasar modal. Prinsip keterbukaan diperlukan dalam kegiatan di pasar modal dalam rangka menciptakan efisiensi dalam setiap transaksi efek yang dilakukan, sehingga

perdagangan efek maupun penawaran umum dapat dilaksanakan dengan cepat, mudah, dan dengan biaya yang relatif dapat dijangkau. Maka dari itu, kejahatan *insider trading* bertentangan dengan asas keterbukaan karena hanya beberapa pihak saja yang mengetahui informasi material terhadap efek emiten. Dimana informasi tersebut menjadi dasar Keputusan akan pembelian saham entitas bersangkutan. Apabila prinsip keterbukaan tersebut dilanggar dalam implementasinya, maka akan berdampak langsung pada menurunnya tingkat kepercayaan dari masyarakat selaku investor. Bukan tidak mungkin, apabila tingkat kepercayaan menurun, para investor akan secara massal menarik modal mereka dari pasar. Jika hal tersebut terjadi, maka turut berdampak pada pergolakan perekonomian nasional.

Paradigma yang digunakan dalam pengaturan *insider trading* pada UU Pasar Modal menganut prinsip *fiduciary duty*. Artinya, secara konseptual, orang dalam perusahaan selaku pihak yang diberikan kepercayaan untuk menjalankan operasional perusahaan (*trustee*) berkewajiban untuk menjalankan kepercayaan tersebut dengan itikad baik, sehingga orang dalam tersebut tidak diperbolehkan untuk memanfaatkan kepemilikan informasi material untuk melakukan transaksi efek yang bertujuan untuk menguntungkan dirinya sendiri. Prinsip *fiduciary duty* merupakan prinsip klasik yang dapat dijumpai pada Pasal 95 UU Pasar Modal yang secara substatif ingin menyampaikan bahwa pelaku *insider trading* hanya menjangkau pihak yang dalam kapasitas *fiduciary duty* saja. Apabila ditafsirkan secara *a contrario*, pihak yang melakukan transaksi efek dengan menggunakan informasi orang dalam, namun yang bersangkutan tidak dalam kapasitas *fiduciary duty* dengan perusahaan, maka tidak dapat dianggap melakukan *insider trading*.

Melihat lebih jeli ketentuan dalam Pasal 95 UU Pasar Modal, sejatinya pembentuk undang-undang menerapkan perluasan terhadap prinsip *fiduciary duty*, yaitu dengan menjangkau pihak lain yang bukan merupakan orang dalam perusahaan, pihak tersebut disebut sebagai *outsider* atau *tippee*. Permasalahan muncul ketika prinsip *fiduciary duty* yang dianut oleh UU Pasar Modal tidak dapat mengungkapkan *insider trading* yang dilakukan oleh: (1) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi orang dalam dari *outsider* atau *tippee* lainnya dan (2) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi material dengan tanpa usaha atau dengan tidak sengaja. Ketidakmampuan tersebut dikarenakan prinsip *fiduciary duty* menekankan pembuktian pada keterkaitan antara

pelaku dengan orang dalam pada emiten. Beban pembuktian tersebut akan mempersulit pengungkapan jika terdapat transaksi *insider trading* yang tidak dilakukan oleh orang dalam, melainkan oleh pihak luar dari emiten yang bersangkutan. Untuk dapat menjangkau kedua hal tersebut, Penulis menilai bahwa UU Pasar Modal harus membuka ruang digunakannya *misappropriation theory*. *Misappropriation theory* atau teori penyalahgunaan merupakan prinsip yang dianut oleh rezim hukum pasar modal Amerika Serikat dalam mengungkap *insider trading*. *Black's Law Dictionary* memberikan pengertian *misappropriation theory* sebagai, "the doctrine that a person who wrongfully uses confidential information to buy or sell securities in violation of a duty owed to the one who is the information source is guilty of securities fraud."

Melihat definisi tersebut, Penulis menarik beberapa unsur dari *misappropriation theory*, yaitu:

1. Informasi material yang belum disebarluaskan kepada umum;
2. Informasi material tersebut mendorong dilakukannya transaksi efek; dan
3. Keuntungan pribadi yang didapat dari hasil transaksi efek tersebut.

Misappropriation theory tidaklah memandang siapa yang melakukan transaksi atas informasi material yang dimiliki, namun lebih memandang kepada sifat dari informasi material tersebut. Artinya, jika informasi material tersebut bersifat rahasia untuk sementara, maka siapapun yang memanfaatkan informasi tersebut untuk melakukan transaksi efek memenuhi kualifikasi dari *insider trading*. Penggunaan teori tersebut pada mulanya dikenal setelah adanya kasus yang melibatkan Chiarella dengan pemerintah Amerika Serikat. Chiarella merupakan seorang pegawai yang bekerja di sebuah perusahaan percetakan. Kala itu, ia ditugaskan untuk mencetak dokumen-dokumen berisi penawaran akuisisi saham dari 5 (lima) perusahaan. Mengetahui akan hal tersebut, kemudian Chiarella melakukan transaksi efek dan mendapatkan keuntungan yang besar. Singapura merupakan salah satu negara yang menerapkan pengungkapan kejahatan *insider trading* berdasarkan pendekatan *misappropriation theory* sebagaimana yang diatur dalam *Section 219(2)(a) Securities Futures Act 2001*.

Berdasarkan persoalan tersebut, Penulis mengusulkan adanya ekstensifikasi atau perluasan cakupan dari *outsider*, meliputi: (1) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi orang dalam dari *outsider* atau *tippee* lainnya dan (2) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi orang dalam dengan tanpa usaha atau dengan tidak sengaja

(tanpa melawan hukum) sebagai representasi dari *misappropriation theory* yang Penulis nilai patut untuk segera dianut oleh UU Pasar Modal untuk mengungkap adanya *insider trading*. Maka dari itu, Penulis mengajukan artikel berjudul “**Ekstensifikasi Penentuan Outsider Pada Pengungkapan Kejahatan Insider Trading di Pasar Modal berdasarkan Misappropriation Theory.**”

2. Metode

Penelitian ini menggunakan metode penelitian yuridis-normatif atau penelitian hukum doktrinal, yaitu metode penelitian yang dilakukan dengan melakukan identifikasi terhadap bahan hukum primer yang kemudian dilanjutkan dengan pengkajian terhadap bahan hukum sekunder untuk menjawab persoalan atau isu hukum yang menjadi obyek penelitian. Dalam penelitian ini, Penulis menemukan adanya ketidaklengkapan norma yang berkaitan dengan *outsider* atau *tippee* dalam praktik *insider trading* di pasar modal. Perlu adanya intensifikasi atau perluasan cakupan dari *outsider* diiringi dengan pengadopsian *misappropriation theory* dalam rangka reformulasi pengungkapan *insider trading* dalam UU Pasar Modal. Pendekatan penelitian yang digunakan yaitu pendekatan perundang-undangan (*statute approach*), yaitu pendekatan yang dilakukan dengan menelaah peraturan perundang-undangan yang relevan dengan praktik *insider trading* di pasar modal Indonesia yang bertujuan untuk mengidentifikasi dan menganalisis isu hukum yang menjadi persoalan terkait dengan *insider trading*, sehingga Penulis dapat memberikan solusi konstruktif dalam menjawab persoalan atau isu hukum tersebut; pendekatan perbandingan (*comparative approach*), pendekatan yang dilakukan dengan melakukan studi perbandingan atau komparasi terkait konsep yang berada di luar yurisdiksi negara Indonesia yang penelitian ini, Penulis melakukan perbandingan dengan *misappropriation theory* yang ada di dalam rezim hukum pasar modal Singapura; dan pendekatan kasus (*case approach*), yaitu menganalisis ketrkaitan tekstual (norma) dan kontekstualnya yang dalam hal ini Penulis menganalisis kasus PT. PGN dan Putusan Monetary Authority of Singapore terhadap Mr. Loh Ah Lay Richard. Jenis bahan hukum yang digunakan adalah bahan hukum primer, sekunder, dan tersier. Teknik penelusuran yang digunakan adalah studi kepustakaan dan teknik analisis yang digunakan adalah analisis interpretasi, baik gramatikal dan sistematis.

3. Pembahasan

3.1. Pengaturan Kejahatan Perdagangan Orang Dalam (*Insider Trading*) dalam Rezim Hukum Pasar Modal di Indonesia

Salah satu kejahatan dalam ekosistem pasar modal adalah perdagangan orang dalam atau *insider trading*. Disebut sebagai kejahatan karena praktik *insider trading* melanggar asas keterbukaan yang tentunya merugikan para investor lain karena tidak memiliki kesempatan yang *equal* untuk membeli saham di harga yang lebih murah atau menjual saham di harga yang tinggi. Asas keterbukaan memungkinkan para investor secara proporsional mengetahui informasi material berkaitan dengan konfigurasi dan dinamika emiten beserta sahamnya. Secara teknis, pelaku *insider trading* dapat diklasifikasikan menjadi 2 (dua) jenis, yaitu pihak yang mengemban kepercayaan secara langsung maupun tidak langsung dari emiten (*fiduciary position*) dan pihak yang menerima informasi orang dalam dari pihak pertama (*tippee*).

Secara legal-formal, pengaturan *insider trading* pada mulanya dicakup oleh Keputusan Kementerian Keuangan Nomor 1548/KMK.013/1990 sebelum diundangkannya UU Pasar Modal. Substansi yang terkandung dalam Keputusan Kementerian Keuangan tersebut mencakup segala ketentuan terkait kejahatan yang terjadi di pasar modal dengan harapan untuk menunjang kegiatan di pasar modal dalam rangka menciptakan ekosistem pasar modal yang kondusif dan mengakomodasi kepentingan pemodal. Keputusan *a quo* sejatinya merupakan suplemen atas Undang-Undang Nomor 15 Tahun 1952 tentang Bursa yang dalam substansinya sama sekali tidak menyentuh bahasan kejahatan pasar modal. Kala itu, pemerintah melihat bahwa perlu dilakukannya transformasi regulasi dimana pengaturan mengenai pasar modal dirasa sudah tidak memadai lagi dengan sebuah produk Kementerian dan undang-undang yang sudah tidak progresif, maka diundangkanlah Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Meskipun tidak diatur mengenai definisi konseptualnya, namun UU Pasar Modal memberikan ketentuan normatif perihal siapa saja yang dapat dikualifikasikan sebagai orang dalam. Pasal 95 UU Pasar Modal mengatur pihak yang dapat dikualifikasikan sebagai orang dalam sebagai berikut:

- a) Komisaris, direktur, atau pegawai emiten atau perusahaan publik;
- b) Pemegang saham utama (*main shareholders*) emiten atau perusahaan publik;

- c) Orang perseorangan yang karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungan usahanya dengan emiten atau perusahaan publik memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi orang dalam; atau
- d) Pihak yang dalam waktu 6 (enam) bulan terakhir tidak lagi menjadi pihak sebagaimana dimaksud pada 3 (tiga) ketentuan sebelumnya.

Makna perseorangan di atas yaitu orang yang karena kedudukan menjabat pada suatu institusi, badan pemerintah, atau lembaga. Sedangkan yang dimaksud dengan profesi yaitu perseorangan yang kegiatan usahanya bertindak selaku penjamin emisi (*underwriter*), perantara perdagangan efek (*broker*), manajer investasi (*investment manager*), penasihat investasi, notaris/konsultan hukum, dan pialang. Semua profesi tersebut yang karena kegiatan usahanya memiliki informasi material yang berkaitan dengan emiten bersangkutan.

Berkaitan dengan informasi orang dalam sendiri tidak diatur pula secara tegas dalam UU Pasar Modal. Penjelasan Pasal 95 UU Pasar Modal hanya menyatakan bahwa informasi orang dalam adalah informasi material yang hanya dimiliki atau diketahui oleh orang dalam emiten dan belum tersedia untuk publik. Informasi material yang dimaksud juga harus berkaitan dengan emiten bersangkutan, yang tentunya berkaitan dengan performa fluktuasi pergerakan saham agar investor dapat merumuskan *decision* yang tepat untuk membeli atau menjual saham emiten tersebut. Oleh karenanya, tidak dapat dikatakan suatu informasi yang tidak menyangkut suatu emiten tertentu dapat dikatakan sebagai informasi orang dalam kendati perusahaan dapat menerima akibatnya. Sebagai contoh, informasi yang bukan merupakan informasi orang dalam biasanya berkaitan dengan kebijakan moneter/fiskal atau kebijakan politik yang ditempuh oleh pemerintah, seperti berkaitan dengan suku bunga atau devaluasi mata uang, yang kemudian mempengaruhi jalannya perusahaan. Namun, informasi tersebut tidak dapat dikatakan informasi orang dalam karena informasi tersebut dapat langsung diketahui oleh publik.

Berkaitan dengan informasi orang dalam, larangan pemanfaatan informasi orang dalam disebabkan karena tindakan tersebut tidak mencerminkan *fairness* antar sesama investor. Sebagaimana yang dikatakan The Compbell Committee of Australia: "*The objective of restrictions on insider trading is to ensure that the securities market operates freely and fairly, with all participants having equal access to relevant information*". Artinya, tujuan pembatasan insider trading adalah untuk memastikan bahwa pasar sekuritas

dapat terselenggara secara bebas dan adil, dengan semua investor memiliki akses yang sama ke informasi yang relevan. Perdagangan orang dalam dilarang karena pihak yang memiliki informasi orang dalam, dan kemudian mempergunakannya untuk memperdagangkan efek, pada dasarnya mempunyai keuntungan berhadapan dengan pihak lain, yang tidak mempunyai informasi orang dalam. Pihak yang memiliki informasi orang dalam ini tidak beda dengan seorang pencuri, karena pihak lain tidak mengetahui informasi orang dalam tersebut.

Pentingnya informasi material dalam kejahatan insider trading menjadikan suatu prinsip dimana penyalahgunaan terhadap informasi material demi keuntungan personal melanggar prinsip wajib dipercaya (*fiduciary duty*). Prinsip ini hanya diterapkan pada orang-orang yang dipercayai dan mengedepankan kepentingan perusahaan daripada kepentingan pribadi. Informasi material yang dimaksud dalam UU Pasar Modal adalah informasi yang berkaitan dengan aksi korporasi (*corporate action*) sebagaimana yang dielaborasi oleh Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik. Pada POJK *a quo*, dirincikan 28 jenis informasi yang termasuk ke dalam aksi korporasi, mulai dari informasi berkenaan penggabungan usaha, pemisahan usaha, peleburan usaha, pembentukan usaha patungan, pengajuan tawaran untuk pembelian efek Perusahaan lain, pembagian dividen, hingga restrukturisasi utang.

Selain informasi material, variabel penting lainnya dalam *insider trading* adalah adanya transaksi. Transaksi yang dimaksud tidak hanya sekadar jual beli efek, melainkan jual beli efek yang dimotivasi dari informasi material yang didapatkan. Jika orang dalam memberi informasi tersebut kepada orang lain dan kemudian orang yang menerima informasi tersebut tidak termotivasi untuk bertransaksi efek pada emiten atau perusahaan publik itu, maka tidak terjadi praktik *insider trading*. Mengacu pada POJK Nomor 78/POJK.04/2017 terdapat beberapa ketentuan dimana orang dalam emiten yang mengetahui informasi material diperbolehkan untuk melakukan jual beli efek, antara lain:

- a. Transaksi melalui proses lelang umum dengan penawaran yang paling tinggi.
- b. Transaksi melalui bursa efek dengan syarat terdapat putusan pengadilan yang berkekuatan hukum tetap atau merupakan pelaksanaan gadai.

- c. Orang dalam bersangkutan secara langsung maupun tidak langsung tidak memiliki kemampuan dalam hal mempengaruhi atau mengendalikan pada saat penjualan dan/atau harga jual efek. Keputusan terkait penjualan serta harga jual pun dilakukan oleh pihak lain yang dalam hal ini tidak memiliki akses terhadap informasi orang dalam.

Variabel ketiga dalam kejahatan *insider trading* tentunya faktor orang dalam. Untuk menjerat seseorang sebagai pelaku *insider trading*, maka unsur adanya keterlibatan orang dalam, informasi material dan transaksi atas dasar informasi orang dalam tersebut harus terpenuhi. Apabila salah satu unsur dinyatakan tidak terbukti, maka lolos dari tuduhan *insider trading*. Merujuk pada pasal 95-97 UU Pasar Modal, unsur orang dalam harus dapat dibuktikan terpenuhi untuk menduga suatu pihak merupakan pelaku pada *insider trading*, juga dapat dibuktikan bahwa informasi yang diperoleh tersebut bersumber dari orang dalam atau pelaku merupakan orang dalam pada emiten bersangkutan dan memiliki informasi material orang dalam serta menyalahgunakan informasi dengan melakukan jual-beli efek. Sebagaimana tertulis pada Pasal 95 UU Pasar Modal, cakupan orang dalam terdiri dari komisaris, direksi, pemegang saham utama dan pegawai saja. Walaupun begitu, cakupan orang dalam tidak hanya terdiri dari itu saja, melainkan juga orang atau badan hukum atau pihak lain yang karena profesinya atau karena adanya hubungan kerja dengan emiten tersebut yang menjadikan orang-orang tersebut terkategori juga sebagai orang dalam seperti pengacara, notaris, konsultan hukum, penasihat finansial dan investasi. Begitu pula orang yang tidak lagi memiliki kedudukan atau hubungan sebagai orang dalam yang selama 6 (enam) bulan terakhir.

Pendekatan pengungkapan kejahatan *insider trading* dalam UU Pasar Modal menggunakan prinsip *fiduciary duty*. Secara tekstual, prinsip *fiduciary duty* menurut rezim hukum perseroan terbatas menjelaskan bahwa direksi memiliki kewajiban (*duty*) untuk mengurus perseroan dengan itikad baik. Maksudnya, dalam mengurus perseroan, direksi wajib mengurus demi kepentingan perseroan itu sendiri yang tentunya linear dengan AD/ART perseroan. Hal tersebut dijustifikasi oleh Yahya Harahap yang menyatakan bahwa setiap direksi maupun dewan komisaris harus dapat dipercaya "*must always bonafide*" dan jujur "*must always be honest*" dalam menjalankan perseroan. Prinsip *fiduciary duty* berasal dari negara dengan tradisi *common law* yang kemudian diadaptasi dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Melihat lebih

jeli ketentuan dalam Pasal 95 UU Pasar Modal, sejatinya pembentuk undang-undang menerapkan perluasan terhadap prinsip *fiduciary duty*, yaitu dengan mengjangkau pihak lain yang bukan merupakan orang dalam perusahaan, pihak tersebut disebut sebagai *outsider* atau *tippee*.

Permasalahan muncul ketika prinsip *fiduciary duty* yang dianut oleh UU Pasar Modal tidak dapat mengungkapkan *insider trading* yang dilakukan oleh: (1) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi orang dalam dari *outsider* atau *tippee* lainnya dan (2) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi material dengan tanpa usaha atau dengan tidak sengaja. Ketidakmampuan tersebut dikarenakan prinsip *fiduciary duty* menekankan pembuktian pada keterkaitan antara pelaku dengan orang dalam pada emiten. Beban pembuktian tersebut akan mempersulit pengungkapan jika terdapat transaksi *insider trading* yang tidak dilakukan oleh orang dalam, melainkan oleh pihak luar dari emiten yang bersangkutan.

Tabel 1. Konfigurasi *Insider* dan *Outsider*

INSIDER	OUTSIDER
Komisaris, Direktur, Pegawai Pemegang Saham Utama	Tippee 1
Pihak karena Kedudukannya	Pihak lain dipengaruhi (tidak dihukum)
Pihak karena Profesinya	Tippee 2
Pihak karena Hubungan Usaha	Pihak lain memperoleh info dari insider secara melawan hukum (dihukum, Pasal 97.a)
Pihak tersebut telah berhenti dalam 6 bulan	Pihak lain memperoleh informasi (dengan pembatasan) dari insider tidak secara melawan hukum (dihukum Pasal 97.b)
MELAKUKAN	Tippee 3
Pembelian/penjualan efek Perusahaan Publik. (dihukum, pasal 95.a)	Pihak lain memperoleh info dari Tippee I dan Tippee II (tidak dihukum karena tidak diatur)
Pembelian/penjualan perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan perusahaan terbuka (dihukum, pasal 95.b)	
Mempengaruhi pihak lain. (dihukum, Pasal 96.a)	
Memberi informasi kepada Pihak lain yang patut diduga akan melaksanakan trading (dihukum, pasal 96.b)	Perusahaan efek yang memiliki info, kecuali atas perintah nasabah dan tidak memberi rekomendasi (dihukum, pasal 98)

Sumber: *The Indonesia Capital Market Institute, diolah, 2024*

Pendekatan *fiduciary duty* dalam perkembangan zaman memiliki kelemahan pada praktiknya, yaitu tidak dapat digunakan untuk menjerat pelaku yang tidak mempunyai hubungan fidusia (*fiduciary relationship*) dengan perusahaan sehingga tidak dapat dikenakan *insider trading*. Hal ini dikarenakan untuk mengetahui adanya praktik *insider trading*, harus terpenuhi unsur informasi material non publik yang dipakai orang tersebut dan yang mana informasi tersebut didapatkan dari “orang dalam”. Oleh karena itu, diperlukan kesediaan orang dalam untuk membeberkan hal tersebut, yang mana sulit untuk dilakukan dan berakibat pada sulitnya pembuktian praktik *insider trading*. Selain itu ruang lingkup orang dalam yang terbatas dengan pendekatan *fiduciary duty* menimbulkan celah yaitu lolosnya *secondary tippee* dari jerat hukum. *Secondary tippee* adalah seseorang yang bertransaksi efek menurut informasi yang diperoleh dari *tippees*, bukan dari *tipper*/ orang dalam emiten yang bersangkutan. Dengan kata lain, seseorang yang memanfaatkan informasi material orang dalam untuk bertransaksi efek akan lolos dari jerat hukum *insider trading* jika informasi tersebut didapatkan bukan dari orang dalam emiten yang bersangkutan, melainkan dari orang lain yang mendapatkan informasi material non publik dari orang dalam emiten tersebut.

Selain itu, ketidaklengkapan pengaturan lain tercermin dari ketentuan terkait *tippee* yang terbatas pada perolehan informasi material dengan tanpa melawan hukum. Mengacu pada Pasal 97 UU Pasar Modal, *tippees* dapat dijerat pelaku *insider trading* apabila perolehan informasi tersebut didapat dengan cara yang melawan hukum dan memakai informasi tersebut untuk bertransaksi pada efek. Ketentuan tersebut menuntut adanya upaya yang melawan hukum yang tidak mudah untuk dipembuktian. Sebab jika *tippee* mendapat informasi material non publik dengan melawan hukum, maka bebas dari jerat hukum karena tidak ada peraturan yang mengatur demikian. Ketidaklengkapan pengaturan dan ruang lingkup *insider* sebagai pelaku *insider trading* tidak menggambarkan keadaan secara keseluruhan karena pemakaian informasi orang dalam tersebut tidak semata-mata hanya digunakan oleh orang dalam emiten atau perusahaan publik. Semakin berkembangnya zaman, semakin baru dan canggih pula teknik yang dilakukan oleh para oknum untuk melakukan praktik *insider trading*, yaitu memanfaatkan celah yang dimiliki UU Pasar Modal dengan melakukan transaksi efek yang informasinya didapat dari *tippee*.

3.2. Analisis Perbandingan Pengaturan *Insider Trading* dengan Hukum Pasar Modal Singapura

Salah satu negara yang menggunakan pendekatan teori penyalahgunaan atau *misappropriation theory*. Pada mulanya, Singapura pun turut menggunakan pendekatan *fiduciary duty* atau dikenal sebagai *person connected approach* dalam pengungkapan kejahatan *insider trading* sebagaimana diatur dalam Pasal 103 *Securities Industry Act 1986* yang diadopsi dari *Securities Industry Code Australia*. Dari pasal 103 *Securities Futures Act 1986* tersebut, diketahui bahwa dibutuhkan adanya “hubungan” antara pelaku dengan *insider* pada emiten. Untuk menjelaskan maksud hubungan sebagaimana disebutkan sebelumnya, diilustrasikan sebagai berikut; Apabila A diduga sebagai pelaku *insider trading*, maka harus dapat dibuktikan bahwa:

1. A mendapatkan informasi material dari *insider* pada saat A menduduki posisi sebagai *insider* pada emiten bersangkutan.
2. A mendapatkan informasi material dari *insider* bersangkutan.

Securities Industry Act 1986 juga merincikan subjek yang dapat diklasifikasikan sebagai *insider* pada emiten, antara lain:

1. direktur, sekretaris, pekerja eksekutif atau karyawan pada perusahaan tersebut;
2. pemegang saham yang substansial pada korporasi tersebut atau korporasi yang bersangkutan;
3. seseorang yang menempati posisi yang memungkinkan untuk memberinya akses terhadap informasi yang karena adanya hubungan profesional atau hubungan bisnis antara orang tersebut (atau karyawannya atau badan korporasi di tempat ia menjadi pekerja) atau seseorang yang menjadi pekerja di tempat pemegang saham substansial korporasi tersebut atau korporasi yang berhubungan; atau
4. dalam posisi direktur, pemegang saham, pejabat perusahaan, pihak yang memiliki hubungan bisnis dengan emiten ataupun orang yang diduga tersebut ternyata memiliki perjanjian atau asosiasi dengan orang dalam emiten tersebut.

Pendekatan pada pengaturan ini disebut dengan pendekatan *person-connected* yang mana didasarkan pada gagasan *fiduciary duty*. Berdasarkan pendekatan *person-connected* tersebut, *Securities Industry Act 1986* mengartikan bahwa seseorang yang berada dalam

posisi fidusiari sehingga mempunyai *privilege* untuk memperoleh informasi dilarang untuk menggunakan informasi tersebut demi keuntungannya sendiri. Berdasarkan ketentuan *Securities Industry Act 1986* tersebut, beban pembuktian adalah untuk membuktikan seseorang sebagai pelaku *insider trading*, maka jaksa harus menunjukkan bahwa *tippee* menerima informasi material non publik. Seseorang yang terhubung/terafiliasi dengan suatu korporasi dianggap mengetahui akan adanya informasi material non publik yang berpengaruh pada saham korporasi yang bersangkutan. Pada *Securities Industry Act 1986* orang dalam pada peristiwa *insider trading* adalah orang dalam pada emiten yang bersangkutan. Misalnya karyawan, direktur, komisaris atau pihak yang mempunyai saham di dalam perusahaan tersebut. Pendekatan tersebut dikenal dengan istilah *person connected approach* yang adalah pendekatan yang sama seperti *fiduciary duty* namun dengan istilah yang berbeda.

Permasalahan terjadi ketika terjadi kasus yang memerlukan perluasan pertanggungjawaban dari rantai penerima informasi ini. Apabila *tippee* tidak melakukan transaksi emiten berdasarkan informasi tersebut, namun mengomunikasikan informasi material non publik kepada orang lain yang selanjutnya disebut *secondary tippee* yang mana berdasarkan informasi yang diterima itu terjadi transaksi emiten oleh *secondary tippee*. Dengan penggunaan pendekatan *person connected*, *secondary tippee* tidak dapat diminta pertanggungjawaban karena dengan pendekatan ini perlu dibuktikan bahwa pelaku *insider trading* memperoleh informasi tersebut dari *insider*, sedangkan *secondary tippee* tidak dapat membuktikan bahwa dia mempunyai hubungan dengan *insider*, sebab informasi yang didapat bukan berasal dari *insider* emiten yang bersangkutan, melainkan dari *tippee*. Selain itu adanya keterbatasan dalam mengaplikasikan ketentuan ini, yakni sulitnya menjerat pelaku *insider trading* sebab dalam *Securities Industry Act 1986 section 103 article (3)* disyaratkan adanya hubungan asosiasi antara *insider* dengan *tippee* serta adanya persetujuan untuk mengomunikasikan informasi material orang dalam tersebut. Hal tersebut sulit dibuktikan untuk dapat membuktikan bahwa pelaku memanfaatkan informasi material orang dalam tersebut.

Ketidaklengkapan hukum dalam hal mengatur pelaku *insider trading* membuat Singapura pada tahun 2001 mengubah pendekatan yang dipakai terhadap ketentuan *insider trading*, yaitu yang semula *person connected* menjadi *misappropriation theory* atau juga dikenai sebagai pendekatan *information connected*. Perubahan itu diatur dalam *Securities Futures*

Act 2001 dan oleh karenanya menjadikan pengaturan *Securities Industry Act 1986* tidak lagi berlaku. Hal ini memperluas penafsiran pelaku pada *insider trading*. Pendekatan *misappropriation theory* merupakan pendekatan yang membebaskan kepemilikan seseorang yang diduga pelaku *insider trading* dengan kepemilikan informasi material non publik milik korporasi dan menggunakannya untuk melakukan transaksi saham. Pendekatan ini dapat menjerat seseorang yang tidak mempunyai hubungan dengan emiten namun memiliki dan melakukan transaksi berdasarkan informasi material non publik. Oleh karena itu ketentuan *insider* dan larangannya diperluas lagi dengan tidak hanya memperhatikan unsur apakah pelaku mempunyai hubungan dengan orang informasi material non publik emiten bersangkutan didapat.

Terdapat perbedaan pendekatan yang digunakan Indonesia dengan Singapura. Mengacu pada UU Pasar Modal, Indonesia menggunakan pendekatan wajib dipercaya atau *fiduciary duty* yang mana jerat hukum para pelaku *insider trading* terbatas pada orang dalam pada emiten atau perusahaan terbuka. Orang dalam juga ini mencakup seseorang yang mendapatkan informasi material orang dalam sebab dia memiliki jabatan pada suatu lembaga, institusi, badan pemerintah dan sebab adanya hubungan usaha seperti kontraktor, nasabah, kreditur, notaris, konsultan hukum dan lainnya yang dengan hubungan usaha tersebut memungkinkan untuk memperoleh informasi material non publik. Penggunaan pendekatan *fiduciary duty* pada pasal 95-97 memiliki kelemahan. Selain tidak ada peraturan yang mengatur jika seseorang mendapatkan informasi material dari orang dalam dengan tidak melawan hukum, UU Pasar Modal juga tidak mengatur apabila orang lain memperoleh dan menggunakan informasi material non publik dari *tippee* lain.

Sedangkan Singapura yang dahulu juga menggunakan *fiduciary duty*, kini telah menggunakan pendekatan yang terbaru yaitu *information connected* sebagaimana diatur dalam *Securities Futures Act 2001*. Pendekatan *information connected* memperluas ruang lingkup orang dalam pada transaksi *insider trading*, yaitu tidak hanya menjangkau orang dalam pada emiten atau perusahaan publik, tetapi juga dapat menjangkau *secondary tippee* yang mendapatkan informasi material non publik dari *tippee* lain maupun *tippee* yang mendapatkan informasi material orang dalam yang bersifat non publik tanpa perlu dibuktikan terpenuhinya unsur melawan hukum dalam usaha mendapatkan informasi material non publik.

3.3. Analisis Kasus PT. PGN Indonesia dan Putusan Monetary Authority of Singapore vs. Mr. Loh Ah Lay Richard

Tertanggal 15 Januari 2013, Monetary Authority of Singapore (MAS) menjatuhkan putusan terhadap Mr. Loh Ah Lay Richard atas tindakan *insider trading*. Putusan tersebut didasarkan pada bukti persidangan yang membuktikan Mr. Loh membeli 2.500 lembar saham di GKE International Ltd. dengan rata-rata harga \$0.142 per lembarnya pada 22 Februari 2007. Mr Loh melakukan pembelian saham tersebut berdasarkan informasi material non publik yaitu GKE mengajukan akuisisi Van Der Horst Biodiesel Pte Ltd. Rencana akuisisi diumumkan ke publik pada tanggal 6 April 2007, sedangkan Mr Loh menjual seluruh saham yang dimilikinya pada tanggal 13 dan 19 April 2007. Oleh karena penjualan saham tersebut, Mr. Loh memperoleh keuntungan sebesar Rp \$54,669. Kasus tersebut menggunakan pendekatan keterkaitan informasi sebab dalam putusannya, Mr. Loh dinyatakan melanggar *Article 219(2) Securities Futures Act 2001* yaitu apabila seseorang memiliki informasi yang secara material mempengaruhi harga saham suatu korporasi (yang mana ia tidak mempunyai hubungan dengan korporasi tersebut) yang tidak tersedia untuk umum, maka dia dilarang untuk membeli, bertransaksi, menjual atau mengadakan perjanjian untuk membeli, atau menjual saham pada korporasi tersebut.

Securities Futures Act 2001 tidak mempertanyakan apakah Mr. Loh memperoleh informasi tersebut dari orang dalam emiten "GKE" atau apakah Mr. Loh merupakan orang dalam pada emiten "GKE", melainkan cukup dibuktikan bahwa Tuan Loh mempunyai informasi material non publik dan menggunakan informasi tersebut untuk membeli dan menjual saham emiten "GKE". Oleh karena pendekatan *misappropriation theory* tersebut, Mr. Loh dapat diputus melanggar ketentuan *Article 219 ayat (2) Securities Futures Act 2001* terkait dengan kasus *insider trading* yang dilakukan oleh orang lain yang bukan merupakan *insider* atau yang berkaitan dengan perusahaan. Tidak demikian apabila kasus *insider trading* Mr. Loh digunakan dengan pengaturan lama Singapura, yaitu *Securities Industry Act 1986* yang menggunakan pendekatan *fiduciary duty*. Jika menggunakan *fiduciary duty*, Mr. Loh tidak dapat dibuktikan melakukan transaksi *insider trading*, sebab Mr. Loh bukan merupakan orang dalam pada emiten "GKE", tidak memperoleh informasi tersebut dari *insider* pada emiten "GKE" dan tidak mempunyai hubungan profesional dengan emiten "GKE".

4. Kesimpulan

Ketentuan dalam Pasal 95 UU Pasar Modal, sejatinya pembentuk undang-undang menerapkan perluasan terhadap prinsip *fiduciary duty*, yaitu dengan menjangkau pihak lain yang bukan merupakan orang dalam perusahaan, pihak tersebut disebut sebagai *outsider* atau *tippee*. Permasalahan muncul ketika prinsip *fiduciary duty* yang dianut oleh UU Pasar Modal tidak dapat mengungkapkan *insider trading* yang dilakukan oleh: (1) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi orang dalam dari *outsider* atau *tippee* lainnya dan (2) *outsider* atau *tippee* yang mendapatkan informasi material dengan tanpa usaha atau dengan tidak sengaja. Ketidakmampuan tersebut dikarenakan prinsip *fiduciary duty* menekankan pembuktian pada keterkaitan antara pelaku dengan orang dalam pada emiten. Beban pembuktian tersebut akan mempersulit pengungkapan jika terdapat transaksi *insider trading* yang tidak dilakukan oleh orang dalam, melainkan oleh pihak luar dari emiten yang bersangkutan. Untuk dapat menjangkau kedua hal tersebut, Penulis menilai bahwa UU Pasar Modal harus membuka ruang digunakannya *misappropriation theory*.

Kasus *insider trading* yang dilakukan oleh orang dalam PT. PGN dapat ditangani dengan pendekatan *fiduciary duty*. Tidak demikian apabila pelaku dari transaksi *insider trading* dilakukan oleh orang lain yang bukan merupakan *secondary tippee*, sebab tidak dapat dibuktikan adanya keterlibatan *insider* sebagai sumber informasi bagi *secondary tippee*. Oleh karena itu, perlu dilakukan pendekatan dengan cakupan ruang lingkup pelaku *insider trading* yang lebih luas yang tidak hanya terbatas pada posisi fidusiari, yaitu dengan menggunakan pendekatan *misappropriation theory* yang beban pembuktiannya didasarkan kepada kepemilikan informasi. Dengan *information connected approach*, Monetary Authority of Singapore dapat memutus perkara *insider trading* Mr. Loh dengan beban pembuktian pada kepemilikan informasi material non publik tersebut, tanpa perlu membuktikan adanya hubungan/keterkaitan antara Mr. Loh dengan orang dalam pada emiten tersebut.

Daftar Pustaka

Buku

Fuady, M 2010, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)*, Menara Kuningan, Jakarta.

Harefa, A 2002, *Pasar Modal dan Transaksi Saham*, Rubrik, Jakarta.

Marzuki, P 2007, *Penelitian Hukum*, Penerbit Kencana, Jakarta.

Widoatmodjo, S 2015, *Pengetahuan Pasar Modal untuk Konteks Indonesia*, PT. Elex Media Komputindo, Jakarta.

Jurnal Ilmiah

Ilysa, R & Fauzan, M 2021, 'Problematika Kejahatan *Insider Trading* dan Solusi dalam Mewujudkan Perlindungan dan Kepastian Hukum Bagi Para Investor', *Jurnal Legislatif*, vol. 4, no. 2, hh. 207-208.

Mega, p & Swardhana, M 2017, 'Tanggung Jawab terhadap Pelanggaran Prinsip Keterbukaan dalam Pasar Modal terkait Perdagangan Saham', *Jurnal Kertha Semaya*, hh. 23.

Munasto, D & Taun 2020, 'Bentuk *Insider Trading* serta Implementasi *Misappropriation Theory* Bagi Pelaku *Insider Trading* di Bursa Efek Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal', *Hermeneutika*, vol. 4, no. 2, hh. 166.

Tanaya, V & Winata, D, 'Penerapan *the Misappropriation Theory* dalam Pengaturan *Insider Trading* di Pasar Modal', *Jurnal Legislatif*, vol. 5, no. 6, hh. 34.

Artikel Online

Cindy, M, 'Awal 2023, Ada 833 Emiten di Bursa Efek Indonesia', <https://databoks.katadata.co.id/datapublish/2023/01/13/awal-2023-ada-833-emiten-di-bursa-efek-indonesia>, diakses pada 22 Mei 2024.

Sumber Lain

Nasution, B 2003, 'Keterbukaan dalam Perdagangan Saham di Pasar Modal', *makalah disampaikan pada Seminar "Mengupas serta Mencermati Fenomena Tindak Pidana di Pasar Modal"*, pada *Bina Manajemen Bisnis dan Investasi Dharma Nusantara*, Jakarta.

Sofyan A Djalil, *Market Manipulation dan Insider Trading di Pasar Modal*, Makalah Pentaran dan Diskusi Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia, Yogyakarta, Fakultas Hukum Universitas Gajah Mada, 1997.

Peraturan Perundang-Undangan

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.

Peraturan Badan Pengawas Pasar Modal Nomor XI.C.1 tentang Transaksi Efek yang Tidak Dilarang bagi Orang Dalam. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 78/POJK.04/2017 Tentang Transaksi Efek yang Tidak Dilarang Bagi Orang Dalam. Securities Futures Act 2001. Securities Industry Act 1987.