

**TELAAH KRITIS ATAS KETENTUAN
“PERDAGANGAN ORANG DALAM” (INSIDER TRADING)
DALAM HUKUM PASAR MODAL INDONESIA**

Muhamad Ashri *

ABSTRAK

On of the legal protection for investors in capital market where the insider trading is prohibited. This article describes the regulation of prohibition in capital market regulation in Indonesia from theoretical perspective and comparative with regulation and implementation the insider trading in the United States. The result of analysis concludes that regulation of insider trading in Indonesia capital market law focused on subjective element which insider trading actor has a duty to corporation. In theoretical perspective that regulation based on fiduciary duty theory, whereas regulation of insider trading in the United State focused on objective element misappropriation. In theoretical perspective misappropriation information based on misappropriation theory. The weakness regulation of insider trading based on fiduciary duty theory as regulated in Indonesia law become the writer's argumentation to recommend the approach from misappropriation theory to regulated insider trading in revised Act No 8 of year 1995 concerning the Capital Market.

Kata Kunci : “Perdagangan Orang Dalam”, Hukum Pasar Modal

PENDAHULUAN

Tujuan hukum pasar modal antara lain adalah menjamin terselenggaranya kegiatan pasar modal secara teratur, wajar dan efisien serta melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat. Perlindungan kepentingan investor merupakan suatu pilar yang sangat penting, karena bilamana mereka tidak memperoleh perlindungan yang wajar, maka mereka akan enggan melakukan transaksi di pasar modal. Selanjutnya tanpa adanya jumlah investor yang cukup maka kegiatan pasar modal akan lesu dan fungsi pasar modal itu sendiri tidak berkembang.¹

Seperti diketahui bahwa yang diperjualbelikan di Pasar Modal bukanlah “barang biasa” tetapi efek atau sekuritas

yang tidak mempunyai nilai intristik. Nilai intristik lembar saham, misalnya, adalah nilai atau harga kertas itu sendiri yang jumlahnya tentu sangat rendah.

Oleh karena itu, yang menentukan nilai suatu sekuritas adalah hukum yang menjadi infrastruktur pasar modal. Jika hukum tidak memberikan kepastian perlindungan bagi investor dan investor itu pun tidak dapat melaksanakan hak-haknya maka sekuritas tersebut menjadi tidak bernilai.²

Untuk itulah, ketentuan perundang-undangan di bidang pasar modal juga perlu memperhatikan perlindungan kepentingan investor agar kegiatan pasar modal dapat terselenggara dengan baik sesuai dengan standar pasar modal internasional.

*) Muhamad Ashri, Dosen Fakultas hukum UNHAS Ujung Pandang Email : M.ashri@hotmail.com

1 I Putu Gede Ary Suta, **Menuju Pasar Modal Modern** Yayasan SAD Satria Bhakti, Jakarta, 2000, hal. 30.

2 Sofyan A. Djalil, “Perlindungan Investor di Pasar Modal”, *Makalah pada Penataran/Diskusi Hukum Ekonomi: Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* yang diselenggarakan oleh Fak. Hukum UGM, Yogyakarta, Tanggal 17 s.d 22 Nopember 1997, hal. 1-2.

Tulisan ini akan membahas suatu pranata pasar modal modern mengenai perlindungan investor dalam kegiatan pasar modal yaitu “perdagangan orang dalam” (*insider trading*).

PEMBAHASAN

“Perdagangan Orang Dalam” (*Insider Trading*)

“Perdagangan orang dalam” (*insider trading*) adalah istilah teknis di lingkungan pasar modal yang mengacu pada praktik di mana “orang dalam perusahaan” (*corporate insider*), melakukan perdagangan efek dengan menggunakan informasi eksklusif yang mereka miliki (*inside non public information*).

Inside non public information di sini dimaksudkan sebagai “segala informasi penting yang dapat memengaruhi harga efek di mana informasi tersebut belum disampaikan kepada khalayak”.³

Fakta menunjukkan bahwa harga efek turut ditentukan oleh informasi yang tersedia. Bilamana informasi mengenai perusahaan tertentu adalah positif; misalnya perusahaan tersebut memperoleh laba yang luar biasa, maka harga saham perusahaan itu akan naik. Demikian pula sebaliknya, jika informasi mengenai perusahaan yang bersangkutan adalah negatif, maka harga efek yang bersangkutan akan turun.⁴

Siapa saja yang memiliki informasi itu sebelum orang lain memperolehnya, maka ia berada dalam posisi yang diuntungkan (*informational advantages*). Hal ini dikarenakan ia dapat memperoleh keuntungan ekonomis jika melakukan perdagangan dengan menggunakan informasi itu.

3 Sofyan A. Djalil, *Ibid* hal 2.

4 Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law. 5th. Ed.* Aspen Law & Business, New York, 1998), hal. 479.

Bilamana “orang dalam perusahaan” (*corporate insider*) yang mempunyai posisi strategis untuk mengetahui berbagai informasi yang belum atau tidak diketahui orang lain (*non public information*), dibenarkan melakukan perdagangan efek dengan informasi tersebut, maka akan terjadi ketidakadilan (*unfairness*) di Pasar Modal.⁵ Kondisi seperti ini menempatkan sekelompok orang (“orang dalam”) pada posisi yang lebih baik dibandingkan investor lain.

Jusuf Anwar, menambahkan bahwa “*insider trading*” merupakan gambaran dari penyalahgunaan kesempatan (*abuse of privilege*), pelanggaran terhadap kepercayaan dan tanggung jawab guna memperoleh keuntungan yang cepat; secepat melakukan satu kali telepon ke salah satu pialang efek.”⁶

Oleh karena itu praktek “perdagangan orang dalam” dilarang tegas dalam hukum pasar modal modern. Perbuatan tersebut dianggap bagian dari manipulasi pasar yang diancam dengan pidana dan dapat dikenakan tanggung jawab perdata.⁷

Sebagai ilustrasi, berikut ini

5 Bandingkan pengertian *insider trading* dalam *Dictionary of Investing* Jerry M. Resenberg, sebagaimana dikutip oleh Asril Sitompul, **Pasar Modal: Penawaran Umum dan Permasalahannya** : PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2000, hal. 136-137.

6 Jusuf Anwar, **Pasar Modal sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi: Seri Pasar Modal 1** PT. Alumni, Jakarta, 2005), hal. 109-110; mengutip Frank J. Pabozzi dan Modigliani Franco, *Capital Markets: Institutions and Instrume*, Prentice Hall Inc. A. Simon & Schuter Company Engl. Wood Cliffs, New Jersey, 1992, hal. 11.

7 Lihat misalnya *Insider Trading Act of 1984* di Amerika Serikat. Dalam ketentuan ini dinyatakan bahwa orang memperoleh keuntungan atau mencegah kerugian (profit gain or loss avoided) melalui *insider trading* wajib mengembalikan keuntungan atau kerugian yang dicegah tersebut kepada perusahaan (disgorgement) disertai denda maksimum 3 kali nilai kerugian.

dikemukakan contoh hipotesis praktik “perdagangan orang dalam”.⁸

Pada tanggal 2 s.d. 30 Januari 2007, PT. X bermaksud mengakuisisi PT. Y. Untuk keperluan tersebut PT. X menunjuk Tuan A, B, C, dan D masing-masing sebagai Konsultan Hukum, Notaris, Akuntan, dan Penilai dengan tugas antara lain menilai kelayakan ekonomis PT. Y. Selain itu, Tuan A, B adalah pemegang saham PT. X.

Hasil penilaian menunjukkan bahwa akuisisi terhadap PT. Y akan meningkatkan kinerja PT. X. Meningkatnya kinerja perusahaan dapat mengakibatkan naiknya harga saham PT. X.

Harga saham PT. X di Bursa Efek adalah Rp 2.000,00. Tuan A dan B kemudian membeli saham PT. X dalam jumlah besar dengan harga Rp 2.000,00 per saham.

Pada tanggal 31 Januari 2007, diumumkan kepada publik tentang rencana akuisisi serta prospek PT. X setelah akuisisi.

Pada tanggal 31 Januari s.d. 10 Februari 2007, harga saham PT. X naik secara dramatis menjadi Rp 5.000,00 karena investor melihat prospek PT. X di masa yang akan datang.

Berdasarkan ilustrasi tersebut dapat diterangkan bahwa Tuan A, B, C, dan D merupakan “orang dalam” karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungan usahanya dengan Emiten atau perusahaan publik memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi orang dalam.

Rencana akuisisi serta hasil penilaian atas kelayakan ekonomis atas akuisisi tersebut merupakan informasi orang dalam.

Pemegang saham yang menjual sahamnya kepada Tuan A dan B,

mengalami kerugian dengan naiknya harga saham PT. X setelah diumumkannya informasi tersebut.

Pengaturan UUPM Mengenai “Perdagangan Orang Dalam”

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (dalam artikel ini disingkat UUPM) mengatur tentang “perdagangan orang dalam” pada Bab XI, di bawah judul “Penipuan, Manipulasi Pasar, dan Perdagangan Orang Dalam.” Dari pengelompokan ketentuan tersebut, jelas maksud Pembuat Undang-Undang untuk menggolongkan “perdagangan orang dalam” sebagai bagian dari penipuan orang dalam atau manipulasi.

Ketentuan mengenai “perdagangan orang dalam” sebagaimana dimaksud adalah sebagai berikut:

Orang dalam dari Emiten atau Perusahaan Publik yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas efek: (a) Emiten atau Perusahaan Publik dimaksud, atau (b) perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan Emiten atau Perusahaan Publik yang bersangkutan (Pasal 95).

“Orang dalam” tersebut juga dilarang: (a) mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek, atau (b) memberi informasi orang dalam kepada pihak mana pun yang patut diduga dapat menggunakan informasi itu untuk melakukan pembelian atau penjualan efek (pasal 96).

Larangan tersebut di atas juga berlaku bagi setiap pihak yang berusaha dan berhasil memperoleh informasi dari orang dalam secara melawan hukum. Sedangkan bagi setiap pihak yang berusaha untuk memperoleh informasi orang dalam dan kemudian memperolehnya tanpa melawan hukum, tidak dikenakan larangan

8 Diadaptasi dari karangan: M. Irsan Nasaruddin dan Indra Surya, **Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia**, Prenada Media, 2004, Jakarta, hal. 269-270.

yang berlaku bagi orang dalam sebagai mana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96; sepanjang informasi tersebut disediakan oleh Emiten atau Perusahaan Publik tanpa pembatasan (Pasal 97).

Pengecualian larangan tersebut berlaku bagi Perusahaan Efek yang memiliki informasi orang dalam mengenai Emiten atau Perusahaan Publik bilamana (a) transaksi yang dilakukan bukan atas tanggungannya sendiri tetapi atas perintah nasabahnya, dan (b) Perusahaan Efek dimaksud tidak memberikan rekomendasi kepada nasabahnya mengenai Efek yang bersangkutan (Pasal 98).

Membaca ketentuan UUPM tersebut berikut penjelasannya, maka yang perlu mendapat perhatian adalah istilah “orang dalam” dan “informasi orang dalam”.

Batasan “Orang Dalam”

Dalam penjelasan UUPM Pasal 95, tertera bahwa yang dimaksudkan “orang dalam” adalah : (a) Komisaris, direktur atau pegawai Emiten atau Perusahaan Publik; (b) Pemegang saham utama 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 dalam huruf a, b atau c di atas.

Dari penjelasan tersebut maka “orang dalam” tampaknya ditafsirkan

menurut teori *fiduciary duty* di mana salah satu pihak terikat hubungan hukum dengan pihak lain. Hubungan hukum ini menimbulkan kewajiban yang dinamakan *duty of loyalty and good faith*.⁹

Menurut teori ini “orang dalam” (*insider*) adalah setiap orang yang mempunyai *fiduciary duty* atau hubungan lain yang berdasarkan kepercayaan (*trust or confidence*) dengan perusahaan.¹⁰

Berdasarkan teori tersebut, siapa saja yang dibayar oleh perusahaan untuk melaksanakan tugas yang diberikan untuk kepentingan perusahaan yang membayarnya, maka ia mempunyai *duty* kepada perusahaan untuk menjalankan tugas tersebut dengan sebaik-baiknya (*due diligence*).

Jika dikaji lebih lanjut, “orang dalam” dapat dikategorikan dalam dua kelompok. *Pertama* adalah Komisaris, direktur dan pemegang saham serta pegawai perusahaan.¹¹ Mereka ini secara nyata adalah orang-orang yang bekerja tetap atau mempunyai kepentingan yang berkelanjutan dengan perusahaan. *Kedua* adalah orang luar yang mempunyai hubungan *trust or confidence* dengan perusahaan tetapi tidak selalu bekerja pada perusahaan. Misalnya, konsultan, akuntan, dan penasihat hukum perusahaan. Karena hubungan khusus itu, mereka dapat

9 Gunawan Wijaya dan Almira Prajna Ramaniya, **Seri Pengetahuan Pasar Modal: Riksa Dana dan Peran serta Tanggung Jawab Manajer Investasi dalam Pasar Modal**, Kencana, 2006), Jakarta, hal. 64.10 Edward Brodsky, *Insider Trading: The Misappropriation Theory*, N. Y. L. J., November 13, 1996.

11 John F. X. Peloso, dan Stuart M. Sarnoff, *Insider Trading Turned Upside Down*, N. Y. L. J., October 19, 1996.

memiliki akses terhadap informasi orang dalam perusahaan yang bersifat *non public information*. Dengan kedudukan tersebut mereka mempunyai *fiduciary duty* kepada perusahaan dan karena itu pula mereka dianggap sebagai “orang dalam” (*insider*). Orang-orang yang tersebut dalam kelompok kedua ini biasanya disebut *temporary insider*.¹²

Dalam tradisi *common law* yang berkaitan dengan pasar modal, ditentukan bahwa “orang dalam” yang memiliki informasi penting dan relevan (*material facts*) yang dapat mempengaruhi harga efek wajib mengumumkan informasi tersebut kepada publik. Jika tidak disampaikan maka “orang dalam” seharusnya tidak melakukan transaksi efek.

Hal yang dimungkinkan jika suatu pengumuman (*disclosure*) dapat merugikan perusahaan yang menyebabkan “orang dalam” harus bertanggung jawab secara yuridis kepada Perusahaan karena melanggar *fiduciary duty*, maka “orang dalam” tidak boleh melakukan atau menahan diri dari perdagangan efek.

Jika pelaku perdagangan efek dengan mempergunakan “informasi orang dalam” adalah orang yang tidak memiliki *fiduciary duty* kepada perusahaan, maka ia dianggap tidak melanggar ketentuan “perdagangan orang dalam.”¹³

Demikian halnya dengan UUPM yang berlaku saat ini, tidak ada larangan bagi mereka yang “bukan orang dalam” (*outsider*) menggunakan “informasi orang

dalam” untuk melakukan perdagangan efek.

Memang, Pasal 97 UUPM melarang pihak luar untuk melakukan perdagangan efek dengan mempergunakan “informasi orang dalam”, namun ketentuan ini hanya menjaring pihak luar yang memperoleh “informasi orang dalam” melalui usaha yang dilakukan secara melawan hukum.

Melarang kegiatan sejenis *insider trading* dengan bertolak dari teori *fiduciary duty*, membuat hukum pasar modal kita kiranya masih terasa longgar. Mungkin untuk ini, teori *misappropriation* dapat dipertimbangkan untuk menutupi kekurangan tersebut.¹⁴

Pada intinya, teori *misappropriation* menyatakan bahwa setiap orang yang menggunakan “informasi orang dalam” milik orang lain untuk melakukan perdagangan efek, dianggap telah melakukan *insider trading*.

Teori tersebut tidak mensyaratkan adanya pelanggaran *fiduciary duty* kepada Perusahaan. Yang dipertimbangkan adalah, apakah informasi non publik telah diambil dari orang lain (bukan miliknya) dan dipergunakan untuk melakukan perdagangan efek.

Sebagai contoh adalah kasus di Amerika Serikat, yaitu *United states v. Carpenter*, terdakwa R. Foster Winans, adalah wartawan *The Wall Street Journal* yang bersama-sama temannya menulis (*co. author*) kolom “*Heard on the Street*.”¹⁵

12 Brodsky, *Supra* No. 10

13 Lihat, Djalil, *Supra* No. 3., hlm. 7-8.

14 Yulfasni, berpendapat bahwa *Misappropriation Theory* merupakan teori yang sangat komprehensif dalam hal *insider trading*. Lihat: Yulfasni, **Hukum Pasar Modal**, Badan Penerbit IBLAM, 2005, Jakarta, hal. 112.

15 Roberta S. Karmel, *Attacks on the Misappropriation Theory*, N. Y. L. J., October 17, 1996; juga Brodsky, *Supra* No. 10.

Kolom ini adalah sejenis penilaian dan analisis tentang kondisi perusahaan tertentu yang *listing* di Bursa. Karena riset yang sangat baik dari penulis, kolom ini menjadi sangat berwibawa dan dapat mempengaruhi harga saham perusahaan yang disorot. Jika kolom menyatakan bahwa perusahaan tersebut cukup bagus (berita positif) maka harga sahamnya langsung naik dan jika sebaliknya, harga saham dimaksud akan turun.

Berdasarkan kenyataan itu timbul itikad buruk *Winans* untuk menambah penghasilan dengan memanfaatkan pengaruh dari kolom tersebut. Sebelum artikel diterbitkan, Dia memberitahukan isi kolom itu kepada teman sekongkolnya (conspirator) sekaligus menganjurkannya untuk melakukan perdagangan atas efek perusahaan yang disorot dalam artikel itu.

Dari transaksi itu mereka memperoleh keuntungan beberapa ratus ribu dollar. Namun praktik tersebut tidak berlangsung lama. *Securities and Exchange Commission (SEC)* Otoritas Pasar Modal di Amerika Serikat yang selalu memonitor (*surveillance*) perdagangan efek, mulai mencium praktik ini dan *Winans* kemudian diseret ke pengadilan.

Dengan menggunakan teori *misappropriation*, *SEC* menuduh *Winans* telah melakukan *insider trading*. Walaupun kenyataannya *Winans* sama sekali tidak menggunakan *non public information* karena ia memperoleh informasi untuk tulisannya dari hasil riset dan analisis atas informasi yang terbuka untuk umum.

Namun demikian, *SEC* menuduh *Winans* telah menyalahgunakan informasi

milik koran *The Wall Street Journal* untuk kepentingan pribadinya. Menurut *SEC*, *Winans* menyadari kebijakan (*rules of work*) dari *The Wall Street Journal* bahwa semua artikel dan berita yang belum diterbitkan adalah milik perusahaan (*company property*) dan harus dijaga kerahasiannya.

Pengadilan kemudian sependapat dengan *SEC* dan menyatakan bahwa dengan menyalahgunakan (misappropriating) informasi milik *The Wall Street Journal* untuk kepentingan pribadinya, terdakwa telah melanggar ketentuan *insider trading*.

Di Amerika Serikat, selain diterapkan dalam kasus menyangkut hubungan antara perusahaan penerbitan dan karyawannya seperti dalam kasus *United States v. Carpenter* tersebut di atas, teori *misappropriating* juga diterapkan dalam kasus menyangkut hubungan antara Psikiater dengan pasiennya (*United States v. Willis*), Suami dan Istrinya (*United States v. Chestman*),¹⁶ antara Ayah dan Anaknya (*United States v. Reed*), dan antara dua bersaudara (*SEC v. Young*).¹⁷

Dalam kasus *SEC v. Materia*, pengadilan membandingkan perbuatan terdakwa yang menyalahgunakan informasi nonpublik milik klien majikannya untuk kepentingan pribadi adalah pencurian informasi.¹⁸

16 Elkan Abramowitz, *Insider Trading: Another Chance for Clarity*, N. Y. L. J., November 5, 1996.

17 Lihat, Peloso dan Sarnoff, *Supra* No. 11.

18 Lihat, Djalil, *Supra* No. 3, hlm. 10.

KESIMPULAN

Membandingkan ketentuan Hukum Pasar Modal di Amerika Serikat dengan ketentuan yang tertera dalam UUPM, tampak bahwa UUPM Indonesia yang berlaku saat ini khususnya yang menyangkut ketentuan “perdagangan orang dalam” tampaknya masih longgar. Karena itu perlu dipertimbangkan, untuk mengubah ketentuan manipulasi pasar dan “perdagangan orang dalam” yang ada dalam UUPM saat ini.

Perubahan ketentuan dimaksud menyangkut pengaturan “perdagangan orang dalam” adalah perlunya menerapkan pendekatan berdasarkan *Misappropriation Theory*, guna mengantisipasi berbagai praktik “perdagangan orang dalam”.

Teori *fiduciary duty* sebagaimana dipergunakan sebagai pendekatan pengaturan “perdagangan orang dalam” dalam UUPM, masih menyisakan praktik yang mengabaikan perlindungan investor dalam kegiatan pasar modal di tanah air.

DAFTAR PUSTAKA

- Asril Sitompul. *Pasar Modal: Penawaran Umum dan Permasalahannya*. PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 2000.
- Edward Brodsky. *Insider Trading: The Misappropriation Theory*, New York Law Journal, November 13, 1996.
- Elkan Abramowitz. *Insider Trading: Another Chance for Clarity*, New York Law Journal, November 5, 1996.
- Gunawan Wijaya dan Almira Prajna Ramaniya. *Seri Pengetahuan Pasar Modal: Reksa Dana dan Peran serta Tanggung Jawab Manajer Investasi dalam Pasar Modal*. Kencana, Jakarta, 2006.
- Irsan Nasaruddin, M. dan Indra Surya. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*. Prenada Media, Jakarta, 2004.
- John F. X. Peloso, dan Stuart M. Sarnoff. *Insider Trading Turned Upside Down*, New York Law Journal, October 19, 1996.
- Jusuf Anwar. *Pasar Modal sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi: Seri Pasar Modal 1*. PT. Alumni, Jakarta, 2005.
- Posner, Richard A. *Economic Analysis of Law*. 5th. Ed. Aspen Law & Business, New York, 1998.
- Putu Gede Ary Suta, I. *Menuju Pasar Modal Modern*. Yayasan SAD Satria Bhakti, Jakarta, 2000.
- Roberta S. Karmel. *Attacks on the Misappropriation Theory*, New York Law Journal, October 17, 1996.
- Sofyan A. Djalil. “Market Manipulation dan Insider Trading di Pasar Modal”, *Makalah pada Penataran/Diskusi Hukum Ekonomi: Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* yang diselenggarakan oleh Fak. Hukum UGM, Yogyakarta, Tanggal 17 s.d. 22 Nopember 1997.
- Sofyan A. Djalil. “Perlindungan Investor di Pasar Modal”, *Makalah pada Penataran/Diskusi Hukum Ekonomi:*

Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia yang diselenggarakan oleh Fak. Hukum UGM, Yogyakarta. Tanggal 17 s.d. 22 Nopember 1997.

Yulfasni. *Hukum Pasar Modal*. Badan Penerbit IBLAM, Jakarta, 2005.