

BAB II

TINJAUAN UMUM

TEORI TENTANG *INSIDER TRADING*, *DISGORGEMENT*,

DAN *DISGORGEMENT FUND*

2.1. Pengertian dan Peranan Pasar Modal Indonesia

Berdasarkan hukum normatif, pasar modal diartikan sebagai aktivitas terkait penawaran umum serta transaksi surat berharga, perseroan terbuka yang mencetak, serta badan dan pekerjaan berkaitan atas surat berharga itu.²⁷ Sedangkan berdasarkan teori, pasar modal (*capital market*) memiliki pengertian yaitu jual beli instrumen keuangan (sekuritas) dalam waktu yang lama, bisa dalam wujud modal sendiri (*stocks*) ataupun pinjaman (*bonds*), boleh diterbitkan dari pemerintah (*public authorities*) ataupun diterbitkan oleh perusahaan pribadi (*private sectors*).²⁸ Pasar modal yaitu sebuah aktivitas yang tertib dan berkesinambungan, adapun badan yang mengorganisasi tercipta dan berjalannya pasar modal yaitu Bursa Efek.²⁹

²⁷ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 13.

²⁸ Indra Rahadiyan, *Op.Cit*, h.17.

²⁹ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 4.

Bursa efek ataupun *Securities Exchange* maupun *Stock Market* merupakan area pertemuan pedagang dengan konsumen untuk melaksanakan bisnis lewat sistem penghubung, mengenai efek dalam bentuk surat bernilai antara lain saham dan obligasi. Dalam Bahasa Inggris, efek disebut *stock and securities*. *Securities*, berasal dari penafsiran kalau efek tersebut memberi jaminan bisa diganti dengan besaran uang sebanding nilai yang terdapat pada efek itu.³⁰ Sementara itu sebutan bursa berasal dari *bourse* artinya ruang bertemunya pedagang serta konsumen bertransaksi produk tertentu yang penanganannya melalui teknik perantara. Kemudian *exchange* merupakan nama lain dari pasar yang merupakan tempat terjadinya pertukaran ataupun jual dan beli.³¹

UUPM mendefinisikan bursa efek merupakan bagian yang menyediakan dan menyelenggarakan skema dan/atau media untuk mempertemukan negoisasi transaksi efek pihak-pihak lain yang bertujuan memasarkan efek di antara mereka.³² Bersumber pada definisi tersebut, arti yang konkret pasar modal adalah wadah bertemunya penjual dan konsumen atas efek. Sedangkan istilah abstrak, pasar modal mengacu

³⁰ Sumatoro, *Aspek-Aspek Hukum dan Potensi Pasar Modal di Indonesia* (Jakarta:Ghalia, 1986), h.10.

³¹ *Ibid.*

³² Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 4.

pada efek selaku entitas yang diperdagangkan.³³ Terdapat lima peranan strategis pasar modal untuk ekonomi sebuah negara, yakni:³⁴

1. Sebagai wadah penghimpun uang dari masyarakat yang kemudian mengalir untuk aktivitas produksi negara;
2. Merupakan suatu pangkal pendanaan yang relatif sederhana, cepat, serta murah untuk membangun bisnis dan perekonomian nasional;
3. Mendorong terciptanya suatu kesempatan untuk membuka usaha dan lapangan kerja dengan meningkatkan distribusi sumber daya produksi yang efektif;
4. Selaku opsi penanaman modal untuk investor yang ingin memiliki pilihan akses investasi menyesuaikan dengan preferensi risiko masing-masing individu; dan
5. Pada tingkat yang lebih besar atau luas, pasar modal bisa meminimalkan *country risk*³⁵ pada kegiatan investasi asing yang bersifat langsung (*direct investment*)³⁶ karena adanya pasar modal dalam sebuah negara merupakan salah satu pertimbangan bagi negara asing untuk memutuskan berinvestasi di negara tersebut atau tidak.

Kegiatan pasar modal yang begitu kompleks membutuhkan sebuah instrumen peraturan dimana mengatur supaya pasar menjadi sistematis, merata, dan lainnya. Hingga lalu tercipta Hukum Pasar Modal (*Capital Market Law, Securities Law*). Umumnya memiliki prinsip mengelola semua aspek yang berkaitan dengan pasar modal. Oleh sebab itu cakupannya relatif lebar, dijabarkan sebagai berikut:³⁷

1. Pengelolaan perihal emiten, contohnya:
 - a. *Disclosure requirement*; dan
 - b. Perlindungan investor minoritas.

³³ Indra Rahadiyan, *Op.Cit*, h.18.

³⁴ Mohammad Irsan Nasarudin, *et.al.*, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta:Kencana Prenadamedia Group, 2004), h.16-25.

³⁵ *Country risk* atau risiko negara mengacu pada risiko investasi atau pinjaman suatu negara muncul akibat adanya fluktuasi ekonomi maupun politik dan dapat berakibat negatif bagi negara lain yang akan menjalin hubungan dengan negara tersebut.

³⁶ *Direct investment* atau investasi langsung merupakan kegiatan penanaman modal dimana pihak investor dapat secara langsung terlibat aktif dan bertanggungjawab apabila terjadi suatu kerugian.

³⁷ Sumatoro, *Op.Cit*, h.33.

2. Mengenai efek pasar modal
3. Pengelolaan administrasi kegiatan pasar modal yaitu meliputi:
 - a. Mengenai emiten yang menawarkan efek;
 - b. Mengenai pekerjaan dalam pasar modal; dan
 - c. Mengenai transaksi efek.

Hukum pasar modal di Indonesia tumbuh berdasarkan perkembangan pasar modal itu sendiri. Puncaknya adalah terciptanya UUPM diikuti oleh peraturan pelaksanaannya, maka sesungguhnya yang menjadi tujuan dari norma hukum tentang pasar modal intinya yaitu: transparansi data; profesionalisme dan tanggungjawab para praktisi pasar modal; *market* teratur juga canggih; praktis; kewajaran; dan perlindungan penanam modal.

2.2. Pasar Modal Dunia

2.2.1. Sejarah Pasar Modal Dunia

Asal usul pasar modal bergerak bersamaan dengan kegiatan perekonomian *developed country* mulai abad pertengahan. Ketentuan beraktivitas pada pasar modal bertumbuh searah gerakan perluasan dan penjajahan ekonomi bangsa-bangsa Eropa di Asia, Amerika Tengah, dan Selatan. Saat itu aktivitas ekonomi difokuskan untuk bidang pertanian dan perkebunan. Negara-negara Eropa seperti Belanda, Inggris, Spanyol, Portugis, Perancis makin berkembang akibat pemanfaatan hasil pertanian dan perkebunan, utamanya rempah-rempah di negara kekuasaannya. Akhirnya ada kenaikan permintaan terhadap barang pertanian dan perkebunan yang berdampak kepada melonjaknya pemodal dan

anggaran pengiriman. Pembesaran skala usaha pertanian dan perkebunan pasti berakibat pada naiknya kebutuhan anggaran, oleh sebab itu mulai diperkenalkan sebuah cara menghimpun uang masyarakat Eropa. Cara ini kemudian tumbuh sebagai tunas pasar modal. Semakin terkenalnya pasar modal, para pelaku terkait aktivitas pasar modal butuh sebuah regulasi supaya proses transaksi menjadi lebih teratur, berimbang, dan aman, maka tidak menumbuhkan kekacauan dan kerugian pada salah satu pihak.³⁸

Abad XIII Inggris mengawali penataan pada aspek pasar modal yang mewajibkan pialang-pialang saham di London memiliki izin. Aturan ini dianggap sebagai cara membentuk ketertiban aktivitas perdagangan saham dan proteksi untuk pemodal supaya tidak jadi korban para pialang tidak sah. Pialang-pialang yang ilegal akan menghadapi tuntutan hukum. Selain itu, mereka juga tidak diperbolehkan melancarkan aksi perdagangan yang tidak sesuai peraturan dan manipulatif. Peraturan selanjutnya yang dibuat oleh Inggris yaitu *The Company Act 1867* sebagai antisipasi perilaku perusahaan yang dapat menimbulkan kerugian bagi investor melalui penetapan standar dalam membuat prospektus yang memuat asas keterbukaan dan wajib didaftarkan. Selain itu, kegiatan pasar modal juga rentan dari perbuatan penipuan maka untuk mengatasi perbuatan pidana penipuan (*deceit*) diberlakukan *Directors Liability Act* pada akhir abad XIX (1890). Ketentuan ini berisi serangkaian kegiatan

³⁸ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.53-54.

yang wajib dilaksanakan oleh Direksi dan pertanggungjawaban Direksi mengenai tindakan yang masuk kategori penipuan.

Aktivitas pasar modal di Kanada berawal di tahun 1817 saat *Bank of Montreal* melaksanakan penawaran perdana, namun *Montreal Stock Exchange* baru sah didirikan tahun 1874. Para pialang di Toronto berjumpa dalam beberapa jam sehari mulai tahun 1852 untuk menata metode jual beli saham hingga sampai tahun 1878 didirikan *Toronto Stock Exchange* (TSE) lewat undang-undang negara bagian Toronto.³⁹

Bursa pertama di Jepang beroperasi tahun 1878 namun dalam jangka 109 tahun sampai tahun 1987, Bursa Tokyo mampu menjadi bursa yang disegani di mata internasional. Justru memiliki nilai dan *value trade* lebih besar daripada GNP negara tersebut. Kuasa Jepang mencapai 40% dari total nilai dalam bursa global. Sedangkan Amerika Serikat menguasai 29% dan artinya sisa 31% dimiliki oleh 51 negara lain dimana diawasi *International Finance Corporation* (IFC).⁴⁰

Sementara efek tertua yang dikenal tertanggal 16 Juni 1288 yaitu milik perusahaan tambang tembaga Storkopparberg di Swedia. Kemudian sekitar tahun 1400 di Venesia (Italia) beredar saham Bank Venezia dan di Genoa (Italia) beredar saham Bank St. George. Tahun 1600, saham *The East Indian Company* mulai diperjualbelikan di Inggris. Tahun 1602, saham *Camere der Oost Indische Compagnie* (COIC) yang lalu disebut

³⁹ I Putu Gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern* (Jakarta:Yayasan Sad Satria Bhakti, 2000), h.457.

⁴⁰ Jasso Winarto, ed., *Pasar Modal Indonesia: Retrospeksi Lima Tahun Swastanisasi BEJ* (Jakarta:Sinar Harapan, 1997), h.449.

sebagai VOC, diperjualbelikan di Belanda.⁴¹ Ada prospek bahwa transaksi efek telah berjalan di Eropa semenjak permulaan abad ke XIV. Namun jual beli efek itu belum lewat sebuah lembaga, tanpa adanya notulen sah dan sekedar memakai peraturan yang simpel. Belum mempunyai sarana yang dinamakan dengan bursa karena bursa adalah lembaga yang bersifat resmi dan terorganisasi.⁴²

Sebagian besar pemerhati bursa beranggapan jika bursa tertua dunia merupakan *Amsterdamse Effektenbeurs* ataupun bursa Amsterdam di Belanda yang didirikan tahun 1611 pada Dam Square. Saat itu cara memperdagangkan saham cukup unik, para pedagang mondar-mandir di jalan katedral sambil meneriakkan dagangannya. Apabila terjadi transaksi, maka mereka akan mencatatkan transaksi tersebut ke pihak bursa. Yang diperdagangkan saat itu merupakan saham-saham dan surat hutang CIOC sebab diperlukan tidak sedikit dana guna perjalanan ke Indonesia yang merupakan target utama. Efek tertua di dunia hingga kini tersimpan di bursa Amsterdam adalah efek VOC, ditulis di atas kertas folio empat halaman. Klaim historis ini didukung oleh tanggal efek yang dikeluarkan pada tahun 1606 (sekitar 5 tahun sebelum di Amsterdam resmi berdiri) dengan sebagian dicetak dan sebagian ditulis tangan.

2.2.2. Pasar Modal di Amerika Serikat

Kemajuan pasar modal seiring perkembangan industri riil dan keuangan. Pasar modal di era 1900 semakin tumbuh meluas di Amerika

⁴¹ Jasso Winarto, ed., *Op.Cit*, h.2.

⁴² *Ibid.*

Serikat dan negara-negara Eropa Barat. Berkembangnya pasar modal menyebabkan perlu adanya regulasi dan penegak hukum demi melindungi aktivitas pasar modal dari kejahatan dan tindakan merugikan oleh para pihak. Amerika Serikat saat ini memiliki 2 (dua) pasar modal nasional yaitu: *New York Stock Exchange* (NYSE) dan *American Stock Exchange* (ASE). Lalu ada 7 (tujuh) pasar modal regional yaitu: *Boston Stock Exchange*, *The Chicago Board Options Exchange*, *The Cincinnati Stock Exchange*, *The Inter-Mountain Exchange*, *The Midwest Stock Exchange*, *The Pacific Stock Exchange*, dan *The Philadelphia Stock Exchange*. Kemudian ada 1 *Over The Counter* yang terkenal sebagai NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotation*).⁴³ NASDAQ ditujukan untuk perusahaan kecil yang tidak lolos registrasi dan penawaran saham di pasar modal nasional. NYSE dan ASE lebih banyak memasarkan efek, sedangkan bursa-bursa regional menitikberatkan pada perdagangan *option*.⁴⁴

Tanggal 2 Juli 1934, *Congress Federal AS* meninjau urgensi penciptaan badan yang mengawasi perkembangan dan aktivitas industri finansial tetap berada dalam lingkup yang relevan terhadap peraturan yang ada. Akhirnya Kongress AS membangun sebuah lembaga nasional untuk menangani pasar modal yang lalu disebut *Securities and Exchange Commission* (SEC) lewat peraturan bernama *The Securities Exchange Act* tahun 1934. Awal mula aturan mengenai pasar modal di AS belum bersifat

⁴³ Thomas Lee Hazen, *The Law of Securities Regulation, 3rd Edition* (St.Paul Minnesota:West Publishing Co., 1996), h.2.

⁴⁴ *Ibid.*

nasional, namun diawali dari regulasi di tingkat negara bagian. Tiap negara bagian Amerika Serikat memiliki undang-undang sendiri untuk mengurus penawaran sekuritas dan dikenal sebagai “Undang-Undang Langit Biru” (*Blue Sky Laws*). Perihal ini didapat melalui filosofi bahwa terdapat pemerintah negara bagian yang mempunyai keinginan menjadi pengelola penerbitan surat berharga, mempunyai pula keharusan untuk melaksanakan pengamanan akan model transaksi efek yang tidak memiliki landasan semacam langit biru.⁴⁵ Peraturan *Blue Sky Laws* tidak serupa di semua negara bagian, hingga menciptakan suatu masalah bagi perusahaan yang akan menjual emisinya ke lebih dari satu negara bagian, walaupun sebagian besar *Blue Sky Laws* memuat peraturan yang serupa yaitu:⁴⁶

1. Mewajibkan perusahaan yang mencetak emisi agar mendaftarkan catatan proposalnya ke lembaga negara bagian yang dipilih;
2. Mewajibkan broker serta pihak lainnya yang bergerak dalam perdagangan emisi untuk mendaftar dan mendapatkan izin; dan
3. Memutuskan sebagian hukuman dalam hal kecurangan/penipuan pemasaran emisi maupun membagikan data ilegal serta tidak benar dalam maklumat registrasi di negara bagian.

Salah satu perbandingan antara Undang-Undang Langit Biru dengan Undang-Undang Nasional yakni mayoritas negara bagian menentukan perihal emisi wajib memenuhi ketentuan, biasanya dengan menunjukkan emisinya lebih dari sekedar *Blue Sky*. Sementara itu,

⁴⁵ Aris Sitompul, *Pasar Modal Penawaran Umum dan Permasalahannya* (Bandung: Citra Aditya Bakti, 1996), h.220.

⁴⁶ *Ibid.*

Undang-Undang Nasional cukup meminta transparansi untuk semua informasi agar mempermudah pemodal mengambil keputusan.⁴⁷ Secara keseluruhan, maka pokok-pokok pengaturan tentang kegiatan di pasar modal dalam Undang-Undang Nasional adalah:

1. *Securities Act* (1934), bermaksud menjamin peredaran surat berharga yang terbagi atas 2 (dua) sebutan yakni *original distribution* dan *secondary distribution*. Pengertian *original distribution* yaitu *offering by the issuer to the public securities that never been sold before*.⁴⁸ Kemudian *secondary distribution* merupakan penawaran yang berasal dari investor beratasnamakan emiten.⁴⁹ Tujuan undang-undang ini adalah menjamin implementasi asas keterbukaan seluruh fakta material pada penawaran saham, untuk menghindari penipuan dan misrepresentasi dalam penawaran ataupun transaksi saham. Undang-undang menanggung ketersediaan informasi material yang dapat digunakan oleh masyarakat sehingga bakal investor dapat menentukan keputusan dalam memilih dan membeli saham. Calon pemodal terlindungi dari perilaku yang dilakukan para pihak kurang kompeten dalam menawarkan saham, atau terkecoh pihak kompeten dalam menawarkan saham.

⁴⁷ *Ibid.*

⁴⁸ Niels B. Schaumann, *Securities Regulation, 5th Edition* (Chicago:Harcourt Brace Legal and Professional Publications, 1996), h.1.

⁴⁹ *Ibid.*

2. *Securities Exchange Act* (1934) dimaksudkan untuk melibatkan seluruh bagian dari kegiatan pasar modal. Peraturan tahun 1933 menekankan mengenai pengedaran sekuritas, sedangkan undang-undang 1934 berfokus tentang pendaftaran sekuritas dan pemberitahuan ketentuan-ketentuan dalam penerbitan saham meliputi:⁵⁰
- a. *Registration and Reporting* mewajibkan perusahaan melakukan registrasi efek ke SEC lalu memberitahukan catatan keuangan secara berkala tentang saham yang diperdagangkan dalam bursa nasional, maupun lewat OTC atau perusahaan mempunyai aset sejumlah lebih dari US\$5 juta dan 500 atau lebih investor saham biasa (*common stocks*).
 - b. *Proxy Solicitation*, mengatur soal voting pemegang saham dari perusahaan.
 - c. *Insider Trading*, mencegah dan memidana pelaku-pelaku penawaran dan perdagangan saham yang merupakan orang dalam.
 - d. *Margin Trading*, memberikan kewenangan kepada SEC untuk mengatur *margin trading*.
 - e. *Market Surveillance*, memberikan tugas kepada pengawas pasar modal SEC untuk mengatur penerapan keamanan praktik perdagangan pasar modal dari manipulasi pasar atau penipuan.
 - f. *Registration Securities Exchange, Broker-Dealers dan Securities Associations*, Otoritas Bursa dan Asosiasi Pialang yang melaksanakan perdagangan saham melalui OTC harus terdaftar dan menyampaikan laporan periodik kepada SEC. SEC diberi kewenangan untuk membuat peraturan yang mengatur kegiatan pialang dan pasar secara nasional.
 - g. *Tender Offer Solicitations* mengatur agar perusahaan yang hendak membeli saham perusahaan lain dalam rangka mendapatkan kontrol atas perusahaan dengan menawarkan untuk membeli saham milik pemegang saham perusahaan target.
 - h. *Anti-Fraud Provisions*, peraturan yang menetapkan sejumlah beban hukuman jika seseorang melakukan penipuan dalam pembelian atau penjualan efek.

⁵⁰ Niels B. Schaumann, *Op.Cit*, h.6-7.

3. *The Trust Indenture Act* (1939), undang-undang ini diterapkan demi memberikan perlindungan akan keperluan publik dan pemodal. Undang-undang ini mewajibkan perusahaan negara transparan dalam menerbitkan obligasi melebihi transparansi perusahaan swasta dalam menerbitkan efek utang. Undang-undang ini menyebutkan ada 6 (enam) hal yang dapat mencederai kepentingan investor, yaitu:⁵¹
 - a. Kegagalan penerbit efek utang (obligasi) untuk memenuhi kewajiban;
 - b. Wali amanat tidak memiliki hak, kekuasaan, dan tugas untuk melindungi dan menegakkan hak investor;
 - c. Wali amanat tidak mempunyai sumber daya yang mencukupi untuk memenuhi kewajibannya;
 - d. Arus informasi dari obligor ke wali amanat tidak memadai;
 - e. Efek utang memuat provisi yang menyesatkan; dan
 - f. Penerbit efek utang mempersiapkan penerbitan efek utang tanpa partisipasi atau pemahaman investor.
4. *The Public Utility Holding Act* (1935), undang-undang ini mengurus perusahaan induk dan anak perusahaan yang berkecimpung dalam aspek kebutuhan publik. Pada intinya, undang-undang ini mengontrol hal-hal seputar permasalahan transparansi yang tidak mencukupi tentang data yang dibutuhkan pemodal guna mentafsirkan kapasitas perusahaan dalam mendapat *profit* atau kondisi keuangannya; penerbitan efek tanpa izin otoritas ataupun lembaga negara yang menaungi perseroan maupun anak perusahaan itu; penerbitan efek bersumber pada aset semu atau nilai aset tidak sinkron; dan *overcapitalization*

⁵¹ Thomas Lee Hazen, *Op.Cit*, h.950-951.

perusahaan yang mengakibatkan peningkatan biaya serta mencegah turunnya tarif secara normal. Pengaturan ini dibuat untuk mengantisipasi praktik kotor dalam pertumbuhan dan perkembangan perusahaan-perusahaan publik itu.

5. *The Investment Company Act* (1940), undang-undang tersebut mewajibkan pendaftaran seluruh pihak yang melakukan aktivitas di pasar modal, meliputi perusahaan investasi, pialang, penjamin serta penasihat investasi. Undang-undang disahkan untuk melindungi pemodal yang menginvestasikan dana pada manajemen ahli (*investment company*). Kebanyakan perusahaan yang berada dalam pengaturan undang-undang ini adalah reksa dana (*mutual fund*). Undang-undang ini bertujuan untuk meregistrasi perusahaan investasi dan melindungi investor dari perbuatan yang mengandung benturan kepentingan manajer. Investor amat bergantung pada perusahaan investasi menerapkan prinsip kehati-hatian dalam melakukan manajemen investasi. Secara teori dan praktik, rekomendasi dimana investasi ditempatkan dan dibuat oleh penasihat investasi yang disetujui oleh dewan direktur dari perusahaan investasi. Penasihat investasi mempunyai hubungan kontraktual dengan perusahaan investasi.⁵² Undang-undang ini membidik dua hal, yaitu kegagalan registrasi dan keharusan memenuhi persyaratan informasi

⁵² Thomas Lee Hazen, *Op.Cit*, h.960.

(*informational requirements*), melarang rekomendasi pembelian efek perusahaan tertentu karena penasihat investasi terlebih dahulu membeli efek perusahaan tersebut (*scalping*), serta membuat iklan yang menyesatkan.⁵³

6. *Investment Advisers Act* (1940), undang-undang ini diciptakan sebab Securities Exchange Act 1934 belum mengatur profesi lain selain pialang penjual saham, sedangkan penasihat investasi yang juga terjun pada aktivitas pasar modal tidak disusun dalam undang-undang manapun. Untuk itulah diberlakukan undang-undang ini untuk mengatur penasihat investasi. Undang-undang ini menyatakan bahwa penasihat investasi wajib menyerahkan laporan berkala dan mengikuti audit oleh SEC.⁵⁴ Penasihat investasi bertindak memasarkan jasa lewat pengedaran data pada nasabah saat akan melakukan transaksi di bidang pasar modal. Undang-undang tidak memperbolehkan aksi penipuan menggunakan data yang tidak konkret, *fee* yang dikenakan berdasarkan jumlah uang yang didebet pada saat tertentu (*contingent fee*). Undang-undang ini juga mengatur soal kontrak antara penasihat investasi dan klien mereka.

⁵³ Thomas Lee Hazen, *Op.Cit*, h.1034.

⁵⁴ Thomas Lee Hazen, *Op.Cit*, h.1025.

2.3. Pasar Modal Indonesia

2.3.1. Sejarah Pasar Modal

Asal usul berkembangnya pasar modal di Indonesia digolongkan dalam sejumlah era⁵⁵ yakni:

2.3.1.1. Era Penjajahan

Sekitar permulaan abad 19, pemerintah kolonial Belanda membangun pasar modal di Batavia (Jakarta) guna menghimpun dana dari hasil tabungan orang-orang Belanda dan Eropa untuk membangun perkebunan secara besar-besaran. Tercipta *Vereniging Voor de Effectenhandel* (bursa efek) dan membuka penjualan efeknya di 14 Desember 1912.⁵⁶

Di Surabaya pada 11 Januari 1925 resmi melaksanakan pemasaran efek. Tanggal 1 Agustus 1925, bursa efek di Semarang juga diresmikan. Saat Perang Dunia II terjadi, aktivitas pasar modal ditutup yaitu pada tanggal 10 Mei 1940.⁵⁷

2.3.1.2. Era Orde Lama

Terbitnya Undang-Undang Darurat Nomor 13 tahun 1951, tanggal 31 Juli 1952 membuka kembali Bursa Efek Indonesia. Penanganannya diberikan ke Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-Efek (PPUE) yang terbagi dalam tiga bank negara dan beberapa pialang efek lainnya serta

⁵⁵ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.62.

⁵⁶ Sawidji Widoatmodjo, *Pasar Modal Indonesia Pengantar dan Studi Kasus* (Bogor:Ghalia Indonesia), h.17.

⁵⁷ *Ibid.*

Bank Indonesia selaku penasihat.⁵⁸ Politik konfrontasi yang dilakukan pemerintah Republik Indonesia atas Belanda berakibat pada pengambilalihan semua perusahaan Belanda di Indonesia dan melarang bursa efek Indonesia memasarkan efek perusahaan Belanda yang bekerja di Indonesia, termasuk seluruh efek bernominasi valuta Belanda.⁵⁹

2.3.1.3. Era Order Baru

Pada 26 Juli 1968 disusun Tim Persiapan Pasar Uang dan Modal (PUM) berdasarkan Surat Keputusan Direksi BI Nomor 4/16 Kep.Dir.⁶⁰ Kemudian dengan Surat Keputusan Menteri Keuangan Nomor Kep.25/MK/IV/1/197 tertanggal 13 Januari 1972, tim tersebut berhenti dan diubah menjadi Badan Pembina Pasar Modal (Bapepam).⁶¹ Tanggal 10 Agustus 1977 dengan Keppres Nomor 52 Tahun 1976, pasar modal di Indonesia aktif lagi.

2.3.1.4. Era Reformasi

Pertengahan tahun 1997, Indonesia mengalami krisis moneter sehingga kurs rupiah atas dolar Amerika Serikat menurun dan membuat pasar modal Indonesia tidak menarik bagi investor.⁶² Usaha dalam menanggulangi permasalahan ini banyak dilakukan, paling signifikan yakni membebaskan kepemilikan asing dari awalnya 49% menuju 100% terkecuali bagi saham perbankan. Hingga akhirnya pemodal asing boleh mempunyai saham bank secara penuh 100%.

⁵⁸ Sawidji Widodoatmodjo, *Op.Cit*, h.18.

⁵⁹ Sawidji Widodoatmodjo, *Op.Cit*, h.17-18

⁶⁰ Sawidji Widodoatmodjo, *Op.Cit*, h.19.

⁶¹ Sawidji Widodoatmodjo, *Op.Cit*, h.20.

⁶² Sawidji Widodoatmodjo, *Op.Cit*, h.22-23.

2.3.1.5. Era *Over The Counter* (OTC) Indonesia

OTC di Indonesia disebut Bursa Paralel (BP). Perbedaan utamanya adalah proses transaksi bisa terjadi dimana saja, sedangkan di BP transaksi terjadi pada suatu tempat tertentu. BP sebagai sebuah teknik penjualan efek yang tersistem di luar BEI dalam wujud *secondary market*, diatur dan dilaksanakan oleh PPUE, diawasi serta dibina oleh Bapepam.⁶³ Namun sayang, dengan alasan efisiensi BP Indonesia kini tidak beroperasi lagi.⁶⁴

2.3.1.6. Era Digitalisasi (Saat Ini)

Sebelum tahun 1995, bursa pasar modal dikerjakan secara manual dirasa kurang efisien disebabkan oleh bursa yang dipenuhi papan tulis tempat guna menulis transaksi para pialang, kuantitas tertinggi transaksi harian terbatas, terbukanya kesempatan bagi para pialang tidak sama, biaya transaksi mahal, mengizinkan terbentuknya rekayasa di antara pialang untuk mengurus harga efek, serta info tidak tersebar tepat waktu untuk para pemodal. Sejak 3 Oktober 1995, perdagangan di BEJ telah memakai cara transaksi otomatis yang disebut *Jakarta Automated Trading System* (JATS). Penggunaan JATS bermaksud memajukan kredibilitas dan likuiditas pasar; membantu bursa pasar dalam negeri dan pasar luar negeri; serta menjadikan BEJ setara pasar modal internasional. Aplikasi JATS dapat menjalankan sampai 50.000 transaksi setiap hari dan meningkat hingga 75.000 transaksi tiap hari. JATS juga bisa memiliki

⁶³ Sawidji Widodoatmodjo, *Op.Cit*, h.22-23.

⁶⁴ Sawidji Widodoatmodjo, *Op.Cit*, h.25.

fasilitas antara lain: memberikan informasi (perintah transaksi di pasar non reguler); meletakkan hasil akhir dari negosiasi yang sudah disepakati; menampung laporan terkait *corporate action*; dan memperoleh data-data atau informasi dari bursa efek.

Namun pelaku pasar modal menganggap pola perdagangan saham melalui JATS tidak kompeten dalam mewadahi aspirasi pemodal dalam bertransaksi *real time*. Maka hadirnya *online trading system* adalah opsi perdagangan saham seiring berkembangnya teknologi informasi. Menjadi investor⁶⁵ di bursa, pemodal cukup menggunakan komputer atau *handphone* dengan akses internet, lalu mengetik nama emiten, kemudian melakukan transaksi.

2.3.2. Kategorisasi Para Pelaku dalam Pasar Modal

Banyaknya pelaku pasar modal dikategorikan menjadi beberapa jenis yakni:

1. Kategori pelaku investasi yaitu pemodal di pasar modal.⁶⁶
2. Kategori penarik modal terbagi menjadi emiten atau perusahaan terbuka.⁶⁷
3. Kategori penyedia fasilitas antara lain:⁶⁸
 - a. Bursa efek selaku fasilitator pasar secara nyata.
 - b. Lembaga Kliring dan Penjaminan (LPK) bertujuan melaksanakan jasa kliring serta penyimpanan atas

⁶⁵ Ardiyos, *Op.Cit*, h.161.

Listing adalah pendaftaran efek di bursa supaya efek tersebut dapat diperjualbelikan.

⁶⁶ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern Tinjauan Hukum* (Bandung:PT. Citra Aditya Bakti, 2017), h.39.

⁶⁷ *Ibid.*

⁶⁸ *Ibid.*

- penyelesaian transaksi bursa yang sistematis, proporsional, juga efektif. LKP berupa perseroan yaitu PT Kliring Penjamin Efek Indonesia intinya mempunyai tugas untuk menyelesaikan transaksi bursa,⁶⁹ menetapkan peraturan tentang kliring, dan menentukan perihal biaya penggunaan jasa supaya kliring dan penjaminan penyelesaian transaksi bursa terselesaikan secara tertib, normal, serta efektif.⁷⁰
- c. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (LPP) merupakan badan penyelenggara aktivitas kustodian sentral untuk bank kustodian, perusahaan efek, serta pihak lainnya.⁷¹ Sekarang fungsi ini dipegang PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI).⁷²
4. Kategori pengawas tugasnya untuk mengontrol/mengawasi aktivitas pasar modal agar teratur, adil, dan efektif. Wewenang tersebut dilakukan oleh Bapepam-LK sesuai dengan Bab II UUPM. Namun sejak berlakunya UUOJK, fungsi, tugas serta wewenang Bapepam-LK beralih ke OJK. Secara normatif yuridis, melalui hal tersebut maka semua peran milik Bapepam-LK dalam UUPM beralih pada OJK sesuai Bab III UUOJK.
5. Kategori penunjang memiliki peran dalam ikut menunjang pasar modal. Kelompok ini terbagi menjadi 2 (dua) sub kategori lagi yaitu:⁷³
- a. Lembaga penunjang pasar modal mencakup:
1. Kustodian merupakan badan pemberi jasa penitipan efek ataupun kekayaan lainnya, termasuk mendapat deviden, bunga, dan hak-hak lain, menuntaskan transaksi efek, serta mewakili nasabah.⁷⁴ Kustodian cuma bisa melepaskan efek atau dana yang tercantum

⁶⁹ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.124.

⁷⁰ Iman Sjahputra Tunggal, *Tanya Jawab Aspek Hukum Pasar Modal di Indonesia* (Jakarta:Harvarindo, 2000), h.43.

⁷¹ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 10.

⁷² Yulfasni, *Hukum Pasar Modal* (Jakarta: Terbitan Iblam, 2005), h.62.

⁷³ Jasso Winarto, ed., *Op.Cit*, h.91.

⁷⁴ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 8.

- dalam rekening melalui perintah tertulis dari pemodal ataupun pihak berwenang atas namanya.⁷⁵
2. Biro Administrasi Efek (BAE) yaitu pihak yang bersumber pada perjanjian dengan emiten melakukan perekaman kepemilikan dan pembagian efek.⁷⁶
 3. Wali amanat berwenang untuk mewakili kebutuhan pemodal obligasi yang diperjualbelikan melalui pasar modal. Tugas wali amanat yakni: menghitung kekayaan emiten; mengkaji kapabilitas emiten; melaksanakan pengawasan atas perkembangan emiten; memberi saran pada para pemodal perihal keterkaitan dengan emiten; memantau pembayaran bunga dan pokok obligasi; dan berperan selaku agen pembayaran.
- b. Profesi penunjang pasar modal adalah bagian yang bertugas menolong emiten mencapai asas transparansi pasar modal.⁷⁷ Profesi penunjang mencakup:
1. Akuntan bekerja sebagai pemeriksa lalu melaporkan seluruh hal terkait finansial emiten
 2. Konsultan hukum diberi tugas melaksanakan, menciptakan, dan bertanggungjawab atas arsip *legal audit* dan *legal opinion* dalam menggambarkan semua yang berkaitan pada hukum sebuah perseroan terbuka.
 3. Penilai atau *appraiser* berwenang menghitung total aset dari sebuah perseroan terbuka lalu dilaporkan berdasarkan metode dari peraturan resmi.
 4. Notaris berperan dalam menyusun akta serta *file-file* tertentu demi kebutuhan pasar modal.
 5. Profesi lain-lain bisa diatur dalam aturan pemerintah.
6. Kategori pengatur emisi dan transaksi selaku pengurus emisi dan perdagangan di pasar modal. Kategori tersebut dibagi menjadi:⁷⁸
- a. Penjamin emisi yaitu pihak pembuat perjanjian dengan emiten agar melaksanakan *public offering* demi keperluan emiten harus ataupun tanpa keharusan mengambil sisa efek yang belum terjual.⁷⁹ Penjamin emisi dibagi menjadi 4 (empat) kelompok yaitu: *full commitment*; *best effort commitment*; *standby commitment*; dan *all or none commitment*. Menurut fungsi serta tanggungjawabnya dikelompokkan dalam 3 (tiga) bagian yakni: penjamin emisi

⁷⁵ Budi Untung, *Op.Cit*, h.81.

⁷⁶ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 3.

⁷⁷ Indra Rahadiyan, *Op.Cit*, h.59.

⁷⁸ Munir Fuady, *Op.Cit*, h.42.

⁷⁹ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 17.

- utama (*lead underwriter*); penjamin pelaksana emisi (*managing underwriter*); dan penjamin peserta emisi (*CO underwriter*).
- b. Wakil penjamin emisi yaitu individu yang diizinkan oleh Bapepam mewakili kepentingan emiten dalam aktivitas terkait penjamin emisi efek.
 - c. Perantara pedagang efek adalah pihak yang melakukan kegiatan transaksi surat berharga untuk kepentingan pribadi ataupun pihak lain.
 - d. Wakil perantara pedagang efek adalah individu yang diizinkan oleh Bapepam, berperan mewakili kepentingan emiten untuk aktivitas terkait implementasi perdagangan efek.
7. Kelompok manajemen dan konsultan merupakan kategori di bidang manajemen dan diskusi pada bisnis pasar modal, dibagi menjadi:⁸⁰
- a. Manajer investasi merupakan pihak yang aktivitasnya mengatur portofolio⁸¹ bagi pengguna atau pengelola portofolio investasi kolektif, selain badan perasuransian, dana pensiun, dan bank yang melaksanakan kegiatan usahanya secara personal menurut regulasi yang sah.⁸²
 - b. Wakil manajer investasi adalah wakil yang mengurus kepentingan perusahaan efek dalam manajemen portofolio efek.
 - c. Penasihat investasi individu yaitu seseorang yang menasehati pihak lain tentang perdagangan efek dengan mendapat honor.
 - d. Penasihat investasi berbentuk perusahaan.
 - e. Reksa dana merupakan media penampungan keuangan pemodal lalu dipakai oleh manajer investasi guna investasi dalam portofolio efek.

⁸⁰ Munir Fuady, *Op.Cit*, h.43.

⁸¹ Ardiyos, *Op.Cit*, h.214.

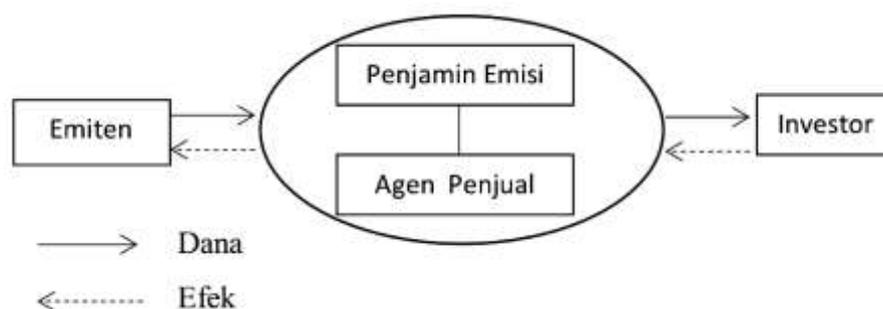
Portofolio adalah himpunan efek maupun aset lain milik investor, individu ataupun perusahaan. Maksudnya untuk meminimalisir resiko atas keanekaragaman jenis efek.

⁸² Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 11.

2.3.3. Mekanisme Perdagangan dalam Pasar Modal

2.3.3.1. Pasar Perdana

Pasar perdana atau pasar primer merupakan negosiasi efek sebuah perusahaan untuk warga (publik/khalayak) dari badan penjaminan secara perdana pra efek tersebut dipasarkan dalam bursa efek. Sistem perdagangannya yaitu saham ataupun efek dicetak emiten, lalu dilakukan penawaran ke pemodal oleh pihak penjamin emisi lewat *broker-dealer*. Mekanisme tersebut dinamakan Penawaran Umum Perdana/*Initial Public Offering* (IPO).



Gambar 1. Proses Perdagangan pada Pasar Perdana

Sumber : Analisa Penegakan Hukum Terhadap Tindak Pidana Pasar Modal Ditinjau dari Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal". (Depok:Universitas Indonesia, 2006), 58.

Penawaran umum pada implementasinya dilakukan lewat pasar primer (*primary market*) yang berjalan pada periode tertentu dalam beberapa hari. Penawaran saham dilakukan langsung oleh perusahaan pada bakal investor menggunakan jasa Penjamin Emisi Efek dan agen

penjual.⁸³ Bila sebuah emiten menawarkan efeknya lewat pasar modal maka dapat menciptakan transformasi mendasar pada emiten terkait. Kedudukan perusahaan bisa beralih dari perusahaan tertutup menuju perusahaan terbuka, dan dengan seluruh dampaknya, serta bisa melangsungkan IPO di pasar modal.⁸⁴ Terdapat beberapa perbedaan fundamental antara perusahaan terbuka dengan perusahaan yang tertutup yaitu:⁸⁵

1. Terdapat keharusan memenuhi *diclosure requirements*;
2. Jumlah investor relatif banyak;
3. Wajib menyerahkan informasi (reguler ataupun insidentil) pada Bapepam-LK atau masyarakat;
4. Terdapat desakan atas pemisahan pemilik dengan manajemen;
5. Terjadinya *turn over* kepemilikan saham secara signifikan; dan
6. Perilaku manajemen perseroan terbuka selalu membuat animo di masyarakat.

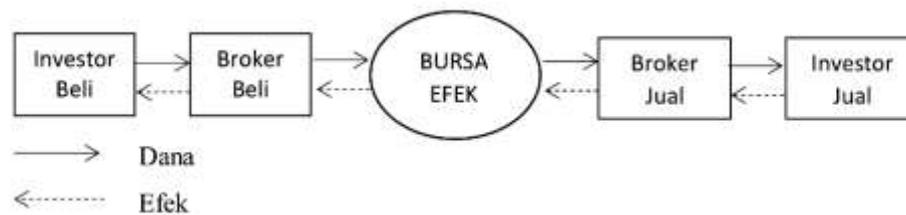
2.3.3.2. Pasar Sekunder

Pasca pasar perdana berakhir, pemodal lalu bisa memperdagangkan sahamnya di pasar sekunder. Pasar sekunder merupakan pasar yang memperjualbelikan efek-efek yang sudah *listing*. Pasar sekunder memberi peluang bagi para pemodal untuk bertransaksi setelah selesainya pasar primer. Dalam pasar ini saham-saham diperjualbelikan dari satu pemodal ke pemodal lain.

⁸³ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.213.

⁸⁴ Wardian, "Analisa Penegakan Hukum Terhadap Tindak Pidana Pasar Modal Ditinjau dari Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal". (Tesis Magister Ilmu Hukum Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2006), h.58.

⁸⁵ Wardian, *Op.Cit*, h.59.



Gambar 2. Proses Perdagangan pada Pasar Sekunder

Sumber : Analisa Penegakan Hukum Terhadap Tindak Pidana Pasar Modal Ditinjau dari Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal". (Depok:Universitas Indonesia, 2006), 59.

Transaksi di pasar sekunder ini lain bila dibandingkan dengan pasar umum. Pada pasar umum, penjual dan pembeli berjumpa dan bertransaksi langsung, namun pada pasar sekunder pemodal bertransaksi lewat badan Perantara Pedagang Efek dari anggota bursa efek tersebut.⁸⁶ Pemodal dapat menyampaikan amanat pada perusahaan tersebut, kemudian perusahaan ini meneruskan ke wakilnya agar melakukan penjualan maupun pembelian atas perintah nasabahnya.⁸⁷

2.3.4. Pelanggaran dan Kejahatan dalam Pasar Modal

2.3.4.1. Pelanggaran dalam Pasar Modal

Ada 2 (tiga) pelanggaran yang lazim dijumpai di pasar modal, antara lain:⁸⁸

1. Pelanggaran yang bersifat administratif dijelaskan dalam UUPM Bab X tentang Pelaporan dan Keterbukaan Informasi. Emiten atau perusahaan terbuka yang membuka penawaran umum harus memberikan laporan berkala kepada OJK. Apabila mereka tidak memberikan informasi serta

⁸⁶ Wardian, *Op.Cit*, h.81.

⁸⁷ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.81.

⁸⁸ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.273.

- pengumuman tersebut, ini termasuk pelanggaran administratif. Pihak-pihak yang melanggar akan dikenakan sanksi mulai dari administratif perdata dan pidana tergantung pada besarnya dampak dan pasal apa yang dilanggar.⁸⁹
2. Pelanggaran yang bersifat teknis terkait izin, pengesahan, dan pencatatan di OJK.⁹⁰ Sanksi yang dapat dikenakan dapat berupa administratif, perdata, atau pidana sesuai dengan pasal-pasal yang dilanggar. Termasuk dalam pelanggaran yang bersifat teknis ini sebagai berikut:
 - a. Wakil penjamin emisi efek, wakil manajer investasi, ataupun wakil perantara pedagang efek yang melaksanakan aktivitas di bidang pasar modal, namun belum mendapat izin OJK.
 - b. Manajer investasi ataupun pihak terafiliasi mendapat kompensasi bentuk apapun secara langsung atau tidak langsung, sehingga mampu mendorong manajer investasi terkait agar membeli/menjual efek untuk reksa dana.

2.3.4.2. Kejahatan dalam Pasar Modal

Perilaku kriminal pada pasar modal memiliki ciri-ciri khas, antara lain objek merupakan data atau informasi, lalu pelakunya juga lebih unggul perihal kecakapan dalam menganalisis kondisi pasar dan memanfaatkannya untuk keperluan personal. Kejahatan dalam pasar modal mencakup:

1. Penipuan berdasarkan Pasal 90 huruf c UUPM yaitu menyampaikan informasi material yang tidak sesuai atau tidak menyampaikan informasi material supaya menyesatkan pemodal tentang keadaan sesungguhnya pada saat pernyataan disampaikan bertujuan untuk menguntungkan diri sendiri atau terhindar dari kerugian dari pihak lain ataupun memengaruhi pihak

⁸⁹ Arman Nefi, *Insider Trading Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum* (Jakarta: Sinar Grafika, 2020), h.126.

⁹⁰ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal ayat (5).

lain untuk membeli maupun menjual efeknya.⁹¹ Barangsiapa terbukti melakukan penipuan dalam transaksi efek diberi sanksi pidana penjara maksimal 10 tahun dan denda paling banyak Rp 15.000.000.000,00 (lima belas miliar rupiah).⁹²

2. Manipulasi pasar merupakan aktivitas menciptakan perdagangan, kondisi pasar, ataupun harga efek, memberi pernyataan maupun keterangan semua serta menyesatkan, hingga berpengaruh pada harga efek di bursa. Ini diatur dalam Pasal 91, Pasal 92, dan Pasal 93 UUPM.⁹³ Pada praktik transaksi saham internasional diketahui aktivitas yang tergolong merupakan manipulasi pasar yakni:⁹⁴ 1) *Marking the close*; 2) *Painting the tape*; 3) Pembentukan harga berkaitan dengan *merger*, konsolidasi, atau akuisisi; 4) *Cornering the market*; 5) *Pools*; 6) *Wash Sales*; dan 7) Perdagangan Orang Dalam (*Insider Trading*).

2.4. Insider Trading

2.4.1. Pengertian tentang *Insider Trading*

Insider trading merupakan sebutan teknis merujuk pada praktik orang dalam perusahaan (*corporate insiders*) yang melangsungkan transaksi sekuritas (*trading*) memakai data eksklusif yang dimilikinya

⁹¹ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.260.

⁹² Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.260-261.

⁹³ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.264.

⁹⁴ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.264-265.

(*insider public information*).⁹⁵ Henry Campbell Black dalam *Black's Law Dictionary* menyatakan *insider trading* merupakan:⁹⁶

“Buying and selling of corporate shares by officers, directors and stockholders who own more than 10% of the stock of a corporation listed on national exchange. Such transactions must be reported monthly to Securities and Exchange Commission”.

Insider trading berpengaruh untuk sistem pasar yang *fair* serta efisien karena⁹⁷ pemberian tarif *unfair* akibat terbatasnya informasi mengenai kondisi barang sesungguhnya. Sedangkan harga *fair* adalah indikasi akurat perihal kuantitas sumber daya yang perlu dialokasi. *Insider trading* juga menimbulkan perilaku tidak wajar atau tidak seimbang antara para pelaku pasar modal karena minoritas atau seorang saja yang memiliki informasi tertentu.

Keadaan pasar *unfair* membuat para investor meninggalkan pasar modal Indonesia dan dapat pindah ke pasar modal asing maupun bentuk investasi lain. Apabila demikian, maka eksistensi pasar modal Indonesia menjadi terancam. Kerugian material diderita investor karena sudah mendapatkan efek dengan harga yang terlampau tinggi atau melepaskannya dengan harga terlampau rendah. Ketika nama baik sebuah emiten jatuh, maka akan sulit untuk memperbaikinya. Bahkan mungkin pelaku *insider trading* melakukan tindakan merugikan perusahaan agar harga tidak stabil, lalu memanfaatkannya untuk

⁹⁵ Budi Untung, *Op.Cit*, h.178-179.

⁹⁶ Henry Campbell Black, *Black's Law Dictionary, Fifth Edition* (Minn:West Publishing Company, 1979), h.715-716.

⁹⁷ Munir Fuady, *Op.Cit*, h.168.

mendapat keuntungan. Sedangkan keuntungan semacam ini termasuk *unjust enrichment* (memperkaya diri secara tidak sah dengan mengambil hal-hal yang bukan haknya).⁹⁸

2.4.2. Teori Pendekatan dalam *Insider Trading*

2.4.2.1. *Disclose or Abstain Theory*

Seseorang yang mempunyai ikatan kerja (orang dalam) dengan perusahaan efek tidak diperbolehkan bertransaksi akan sekuritas dari emiten tersebut dikarenakan terdapat informasi yang belum disampaikan pada khalayak/pemodal. Menurut informasi yang dimiliki maka orang dalam bisa memilih untuk menyampaikannya (*disclose*) pada masyarakat/pemodal atau tidak namun dilarang bertransaksi (*abstain*) ataupun tidak merekomendasikan pada pihak lain untuk bertransaksi di bursa terhadap sekuritas perusahaan.⁹⁹

Disclose ataupun *abstain* dapat dilakukan bila memiliki minimal 2 (dua) unsur yaitu:¹⁰⁰

1. Informasi orang dalam sekedar kepentingan perusahaan dan bukan merupakan kepentingan personal; dan
2. Merupakan suatu ketidakadilan (*inherent unfairness*) bila terdapat pihak yang mendapat untung dari sebuah informasi yang penting dan diketahuinya, sedangkan pihak lain tidak mengetahuinya.

⁹⁸ Willy Isananda, "Analisis Kasus Dugaan *Insider Trading* dalam Perdagangan Saham PT Bhakti Investama". (Skripsi Program Sarjana Hukum Reguler Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2011), h.89-90.

⁹⁹ Budi Untung, *Op.Cit*, h.196-197.

¹⁰⁰ Munir Fuady, *Op.Cit*, h.178-179.

2.4.2.2. Fiduciary Duty Theory

Fiduciary duty theory berlandaskan pada doktrin hukum *common law* yang menjelaskan mengenai tiap orang yang memiliki *fiduciary duty* maupun berhubungan dengan kepercayaan (*trust or confidence*) atas perusahaan. Sehingga, barangsiapa digaji perusahaan untuk melakukan tugas yang diberikan, maka termasuk memiliki *duty* pada perusahaan untuk dijalankan dengan sebaik-baiknya (*due diligence*) atas ukuran etis dan ekonomis yang tinggi.

2.4.2.3. Misappropriation Theory

Misappropriation theory merupakan prinsip jual beli yang dikerjakan oleh orang luar perusahaan secara tidak sengaja berlandaskan informasi yang belum tersebar bagi khalayak dinilai serupa sudah mempraktikkan *insider trading*. Konsep ini bisa diaplikasikan atas pihak yang menerima `tip` dari orang dalam.¹⁰¹ Pihak yang menyebarkan informasi material *non public* pada pihak lain dinamakan *tipper*, lalu penerimanya dinamakan *tippee*. *Tippee* dinilai memahami perihal informasi yang diterima melalui *tipper* merupakan informasi yang belum *disclose*.¹⁰²

2.4.3. Pengecualian terhadap Insider Trading

Tidak seluruh informasi orang dalam bisa dikenakan praktik *insider trading*. Terdapat beberapa informasi yang tidak diperlukan bahkan dilarang dibuka kepada publik, sehingga tidak direkomendasikan sebagai

¹⁰¹ Budi Untung, *Op.Cit*, h.200.

¹⁰² *Ibid*.

latar sebuah *trading*. Beberapa contoh dari informasi tersebut sebagai berikut: informasi yang kurang komprehensif untuk disampaikan kepada publik; informasi yang apabila disampaikan maka dimanfaatkan oleh para pesaing hingga tidak baik bagi emiten tersebut; dan informasi yang memang merupakan rahasia dari emiten.

2.5. *Disgorgement* dan *Disgorgement Fund*

2.5.1. Pengertian tentang *Disgorgement* dan *Disgorgement Fund*

Sebutan *disgorgement* awalnya dipublikasikan oleh U.S *Foreign Corrupt Practices Act* (FCPA). FCPA berdiri tahun 1977 di Amerika Serikat berperan mencegah kasus suap yang dilancarkan individu atau badan hukum Amerika Serikat pada pihak yang bersangkutan.¹⁰³ *Disgorgement* merupakan cara penegakan hukum privat dimana memperbolehkan SEC menarik kembali keuntungan yang didapat melalui jalan melawan hukum ataupun melanggar peraturan yang berlaku. Pemahaman lainnya tentang *disgorgement* yaitu suatu *equitable remedy* atau pemulihan berkeadilan di bawah naungan *Securities Exchange Act of 1934* dalam memperoleh kembali laba tidak sah (*ill-gotten gains*) yang didapat pelaku kejahatan dan mencegah terjadinya pelanggaran atas regulasi sekuritas. SEC dalam *Securities Exchange Act of 1934* berperan mengurus *requiring accounting*

¹⁰³ Arsul Sani, "*Disgorgement of Profits* bagi Korporasi Penyuaap", tersedia di: <https://www.hukumonline.com/berita/baca/lt4af7905853711/disgorgementof-profits> (4 Maret 2022).

dan *disgorgement*, tanpa terkecuali bunga wajar pada komponen sistem administratif.¹⁰⁴

Disgorgement menurut Black's Law Dictionary adalah "*the act of giving up something (such as profits illegally obtained) on demand or by legal compulsion*".¹⁰⁵ Artinya tindakan suatu pihak mengembalikan dana yang diperoleh melalui metode ilegal (melanggar aturan). Maka dari itu *disgorgement* dibuat demi memperoleh kembali keuntungan yang sudah diraih para pihak tertentu secara ilegal di bidang pasar modal. Terminologi yang dipakai yaitu "*disgorgement*" berbeda dengan "*restitution*" (ganti rugi). Namun ternyata terdapat perbedaan yang signifikan.

Securities and Exchange Commission (SEC) menjelaskan perbedaan *disgorgement* dengan ganti rugi. Ganti rugi atau restitusi tidak digunakan disini sebab rencana *disgorgement* bukan mengonversikan kerugian namun mengembalikan dana yang telah didapat secara ilegal. Sehingga uang hasil *disgorgement* tersebut dikumpulkan dulu, lalu setelah mencukupi maka dibuatlah *disgorgement fund* yang bakal dijalankan oleh seorang administrator. Setelah itu uang tersebut disalurkan untuk pemodal yang dirugikan atau terdampak dari pelanggaran pasar modal.¹⁰⁶ Tujuan *disgorgement fund* untuk memposisikan pemodal yang mengalami

¹⁰⁴ Marc Alain Bohn, "*What Exactly is Disgorgement*", tersedia di <https://fcpablog.com/2011/3/17/what-exactly-is-disgorgement/> (3 Maret 2022).

¹⁰⁵ Henry Campbell Black, *Op.Cit*, h.568.

¹⁰⁶ *U.S. Securities and Exchange Commission, SEC Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans, Rule no 1105 Administration of Plan.*

kerugian akibat perilaku ilegal oleh pihak tertentu dengan cara melanggar norma pasar modal yang berlaku.¹⁰⁷

2.5.2. Sejarah Pembentukan *Disgorgement* dan *Disgorgement Fund*

Berlakunya *Securities Exchange Act* 1934, belum terdapat regulasi khusus perihal *disgorgement*. Akhirnya wujud ganti rugi yang diberikan cuma bisa tergolong sebagai sanksi serta denda perdata, senada dengan “*that equity ought not to intervene where an adequate legal remedy exists*”.¹⁰⁸ Tujuan peraturan ini semestinya bukan berwujud ganti rugi lain setelah adanya peraturan perihal bentuk ganti rugi yaitu denda perdata.

Tahun 1971, *disgorgement* atau *restitution of unlawful gains* (penarikan sebesar laba yang didapat melalui perbuatan ilegal) dipublikasikan melalui peristiwa *Texas Gulf Sulphur*. Disampaikan bahwa SEC tidak kompeten untuk memberikan sanksi berupa pengembalian keuntungan ilegal. SEC hanya bisa meminta agar menyeter ganti rugi dan tambahan ganti rugi lain yang bisa jadi dibutuhkan.¹⁰⁹

Kongres Amerika tahun 1990 menentukan hukuman terkait *disgorgement* pada *Security Enforcement Remedies* serta *Penny Stock Reform Act*. Lalu *disgorgement* kerap menjadi opsi pemberian sanksi terlebih perihal kejahatan penipuan dan *insider trading*.¹¹⁰ Prinsip utama

¹⁰⁷ Will Kenton, “*Fair Funds for Investors*”, tersedia di: <https://www.investopedia.com/terms/f/fairfundsforinvestors.asp> (2 Maret 2022).

¹⁰⁸ Vidi Shah, “*Determining Disgorgement in Securities Law*”. *The Law Review*, Vol. 10 (2019), h.138.

¹⁰⁹ Vidi Shah, *Op.Cit*, h.140.

¹¹⁰ Vidi Shah, *Op.Cit*, h.140.

disgorgement adalah merealisasikan tujuan inti *The Securities Acts*, yaitu perlindungan pemodal dari pelanggaran ke depannya. *Disgorgement* merupakan sebuah rekonstruksi dan keringanan karena bukan bersifat hukuman pidana (*penal*) dimana *restitution of the profits on these transactions merely deprives the appellants of the gains of their wrongful conduct* (pengambilan kembali laba atas *trading* yang dilakukan hanya menjadikan para pelaku meminta banding atas kejahatannya).¹¹¹ *The court* (pengadilan) menilai *disgorgement* sebagai *equitable ancillary* atau tambahan yang *fair* atas keringanan pokok sebuah putusan. Pada sebuah laporan tahun 2006, SEC mengumumkan *disgorgement* memiliki tujuan menarik *ill gotten gains* ataupun laba yang tidak selayaknya diperoleh para pelaku.¹¹² Ini dikerjakan demi mencegah terjadinya hal serupa di masa depan.

Ini menjadikan ide *disgorgement fund* menjadi fokus pembicaraan sejumlah negara dalam mengambil sistem pengaturan dasar dari *disgorgement fund* untuk mewujudkan pasar modal yang kuat, sejahtera, dan efektif. Permulaan tahun 2019, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menciptakan wacana penggunaan konsep *disgorgement fund* di Indonesia. Hal ini disampaikan oleh Ir. Hoesen, MM. selaku Kepala Eksekutif Pengawas Pasar Modal OJK.¹¹³ bahwa OJK akan menyusun

¹¹¹ Patrick L. Butler, "Saving Disgorgement from Itself: SEC Enforcement after *Kokesh v. SEC*". *Duke Law Journal*, Vol. 68 (2018), h.345.

¹¹² Patrick L. Butler, *Op.Cit*, h.347.

¹¹³ Yohana Artha Uly, "OJK Bakal Kumpulkan Uang Denda Pelanggaran di Pasar Modal", tersedia di: <https://economy.okezone.com/read/2019/02/18/320/2019752/ojk-bakal-kumpulkan-uang-dendapelanggaran-di-pasar-modal> (23 Februari 2022).

regulasi terkait *disgorgement* supaya pelaku pelanggaran hukum pasar modal dapat menyerahkan kembali total dana laba yang didapat maupun kerugian yang sengaja dihindari dengan cara melawan hukum.¹¹⁴ Aturan tentang *disgorgement fund* ini bermaksud agar keamanan pemodal terjamin dan mereka merasa nyaman berinvestasi di pasar modal Indonesia.

Sehubungan dengan upaya antisipasi akan hal tersebut, maka di akhir tahun 2020 OJK menyelesaikan POJK Nomor 65 /POJK.04/2020 tentang Pengembalian Keuntungan Tidak Sah dan Dana Kompensasi Kerugian Investor di Bidang Pasar Modal. POJK Nomor 65/POJK.04/2020 adalah bukti komitmen OJK dalam mewujudkan pasar modal Indonesia yang aman, nyaman, efektif, serta tangguh bagi para pemodal domestik maupun luar negeri.

¹¹⁴ Bisnis.com, “Belajar dari Kasus Jiwasraya, OJK Siapkan Denda Hingga 300 Persen”, tersedia di: <https://finansial.bisnis.com/read/20200215/215/1201961/belajar-dari-kasus-jiwasraya-ojk-siapkandenda-hingga-300-persen> (23 Februari 2022).