

BAB III

***DISGORGEMENT DAN DISGORGEMENT FUND SEBAGAI
PERLINDUNGAN HUKUM BAGI INVESTOR DI PASAR
MODAL INDONESIA TERHADAP PRAKTIK INSIDER
TRADING***

3.1. Praktik *Insider Trading* di Pasar Modal

Praktik *insider trading* di Indonesia terjadi jika memenuhi beberapa unsur yaitu adanya pihak yang melakukan, informasi orang dalam yang bersifat *non public* dan material, serta terjadinya transaksi (*trading*). Unsur tersebut dapat diidentifikasi melalui indikator UMA (*Unusual Market Activity/Unusual Moving Average*) yaitu *abnormal return*, volatilitas, volume transaksi, frekuensi, nilai transaksi, dan dominasi anggota bursa. Praktik *insider trading* yang pernah terjadi di Indonesia dilakukan oleh PT. Bank Central Asia (BBCA), PT. Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS), dan PT. Bhakti Investama Tbk (BHIT) yang kemudian dianalisis berdasarkan unsur terjadinya *insider trading* dan indikator UMA. Sehingga ditambahkan pula penjelasan mengenai metode pembuktian dugaan terjadinya *insider trading*.

3.1.1. Unsur Terjadinya *Insider Trading*

3.1.1.1. Pihak-Pihak yang Dapat Melakukan *Insider Trading*

IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) dalam salah satu publikasinya terkait *insider trading* membagi jenis *insider* dalam dua kategori yakni:¹¹⁵

1. *Primary Insider*
Orang dalam ini mendapat informasi langsung dari sumbernya dan memiliki kompetensi serta kewenangan mengakses informasi tersebut. Pihak pada kategori tersebut merupakan organ dari perusahaan tersebut (Direksi, Komisaris, dan investor mayoritas serta, serta investor minoritas). Definisi ini terkadang diperluas dengan dimasukkannya pegawai dari perusahaan serta pihak-pihak terkait dengan memberi jasa terhadap emiten maupun perseroan terbuka tersebut dikelompokkan dalam sub kategori *temporary insider*.
2. *Secondary Insider*
Pihak pada kategori ini merupakan individu yang mempelajari informasi dari orang lain. Mereka dapat mempelajari informasi tersebut karena memiliki hubungan yang disebut dengan *tippee*.

Pelaku *insider trading* biasanya mencakup:

1. Komisaris, Direktur, atau Pegawai Emiten;
2. Investor utama emiten;
3. Individu pemilik jabatan ataupun pekerjaan maupun hubungan dengan emiten atau perusahaan publik, memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi; atau
4. Orang ataupun badan dimana dalam 6 (enam) bulan terakhir bukan termasuk pihak-pihak yang dijelaskan di atas.

¹¹⁵ *International Organization of Securities Commission, Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It, (International Organization of Securities), h.7.*

Dilarangnya perorangan tersebut sebab jabatan ataupun perannya yang membuka kemungkinan mendapat beberapa data terkait perusahaan tersebut. Pihak ini berprofesi maupun mempunyai ikatan kerja, sehingga mempunyai jalan masuk guna membaca kondisi ataupun sesuatu yang sedang dialami perusahaan. Dikhawatirkan terjadi ketimpangan informasi milik masyarakat berbeda dengan data milik orang dalam. Pihak orang dalam dapat mempunyai landasan serta perhitungan lebih akurat dalam transaksi *unfair* atas efek milik perusahaan. Sebab hal ini, orang-orang dalam yang seperti ini patut diberikan hukuman larangan melakukan perdagangan tidak wajar untuk mewujudkan kondisi pasar yang kondusif serta efektif berdasarkan transparansi data untuk semua pelaku pasar modal.

3.1.1.2. Informasi Orang Dalam yang Bersifat *Non Publik* dan Material

IOSCO menjelaskan mengenai *inside information* yang merupakan informasi yang *non publik* dan material. Untuk mendefinisikan informasi tersebut harus dikaitkan dengan *confidentiality* dan *materiality*.

1. *Confidentiality*

Untuk dapat mengetahui kerahasiaan informasi dengan mengetahui bahwa informasi tersebut tetap rahasia sampai dengan dibuka di muka umum. Terkait dengan hal tersebut, harus dilihat prosedur dari pembuatan informasi umum (*procedures for making information public*), waktu yang diperlukan agar informasi menjadi umum (*time required to consider information public*),

kepekaan dari informasi yang rahasia (*awareness of the confidentiality of information*), dan legitimasi keterbukaan dari informasi (*legitimate disclosure of information*).

2. *Materiality*

Informasi dikatakan material tergantung dari pentingnya informasi (*importance of the information*), ruang lingkup dari informasi (*scope of the information*), dan sumber dari informasi (*source of the information*), serta nilai uang dengan jumlah yang signifikan.

Adapun macam-macam fakta material yang wajib diinformasikan secepatnya pada publik dan OJK atau paling lambat akhir hari kerja kedua dijelaskan dalam Pasal 6 POJK Nomor 31/POJK.04/2015 perihal Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik¹¹⁶ Sehingga bukan seluruh informasi merupakan material, namun informasi dalam Pasal 6 POJK Nomor 31/POJK.04/2015 sudah pasti termasuk material. Di samping itu ada hal termasuk informasi material seperti kebakaran, kalah dalam permainan valas, atau semacamnya wajib secepatnya disampaikan ke masyarakat guna mencegah ketidakadilan untuk para pelaku bursa. Informasi asimetri (tidak seimbang) diakibatkan tidak dipublikasikannya informasi pada masyarakat, sedangkan mereka juga berhak mengetahuinya. Namun hal ini malah sudah digunakan terlebih dahulu oleh orang dalam. Padahal informasi menjadi bahan pokok untuk pemodal menentukan langkah

¹¹⁶ Mohammad Irsan Nasaruddin, et.al., *Op.Cit*, h.152.

terkait investasi yang diambilnya. Disinilah potensi munculnya *insider trading* yang berdampak merugikan investor.

3.1.1.3. Terjadinya Perdagangan (*Trading*)

Unsur lainnya yaitu dilakukannya transaksi. Transaksi tersebut yaitu perdagangan (*trading*) oleh *insider* (orang dalam) ataupun pihak mengantongi data dari *insider* atas suatu efek. Jika jual beli belum dilakukan, maka unsur ini tidak terpenuhi untuk bisa disebut *insider trading*.

3.1.2. Indikator Terjadinya *Insider Trading* melalui UMA (*Unusual Market Activity/Unusual Moving Average*)

Transaksi mencurigakan atau transaksi yang tidak biasa dijelaskan dalam Pasal 1 angka 13 Peraturan Bank Indonesia Nomor 14/3/PBI/2012 mengenai Program Anti Pencucian Uang dan Pencegahan Pendanaan Terorisme Bagi Penyelenggara Jasa Sistem Pembayaran Selain Bank sebagaimana dimaksud dalam Pasal 1 ayat (5) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 2010 tentang Pencegahan dan Pemberantasan Tindak Pidana Pencucian Uang (UUTPPU). Transaksi mencurigakan di Pasar Modal Indonesia dapat dilakukan oleh perusahaan atau orang perorangan yang dimaksudkan untuk memperkaya diri sendiri. Transaksi mencurigakan yang terjadi di Pasar Modal Indonesia didasarkan pada informasi material baik *abnormal return*, volatilitas, frekuensi, nilai transaksi, maupun dominasi anggota bursa.

3.1.2.1. *Abnormal Return* dan *Volatility Return*/Volatilitas

Abnormal return merupakan perbedaan tingkat keuntungan sesungguhnya dengan tingkat keuntungan yang diinginkan. Pada perdagangan efek, *abnormal return* merupakan perbedaan antara selisih *margin* atau selisih *loss* (harga sebelum dan sesudah transaksi) yang aktual. Umumnya terdapat dua cara menghitung *abnormal return* yaitu *market model*/*single index model* dan *capital asset pricing model*. *Single index model* atau model indeks tunggal adalah model imbal hasil saham yang membagi pengaruh pada imbal hasil menjadi faktor sistematis (sebagaimana diukur dengan imbal hasil atas indeks pasar) dan faktor spesifik perusahaan.¹¹⁷ *Abnormal return* terkadang terpengaruh oleh kasus contohnya terkait *merger*¹¹⁸, akuisisi¹¹⁹, konsolidasi¹²⁰, pengumuman dividen, pengumuman perusahaan produktif, meningkatnya suku bunga, tuntutan hukum, laporan keuangan, dan segalanya terkait *abnormal return*.

¹¹⁷ Atika Lusi Tania, "Aplikasi *Single Index Model* dalam Pembentukan Portofolio Optimal Saham LQ45 pada Bursa Efek Indonesia", *Jurnal Akutansi dan Perbankan*, Vol.2 No.1 (Januari-Juni 2019), h.48.

¹¹⁸ Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) Nomor 22 Tahun 2010 tentang Kombinasi Bisnis.

Merger merupakan pencampuran dua atau lebih perusahaan yang awalnya terpisah, kemudian menjadi satu entitas ekonomi sehingga hak atas aset dan operasi perusahaan juga menjadi satu.

¹¹⁹ Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) Nomor 22 Tahun 2010 tentang Kombinasi Bisnis.

Akuisisi merupakan peleburan perusahaan dimana salah satu perusahaan menjadi pengakuisisi (*acquirer*) dan mendapat kontrol atas aktiva netto serta operasi perusahaan yang diakuisisinya (*acquiree*).

¹²⁰ Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) Nomor 22 Tahun 2010 tentang Kombinasi Bisnis.

Konsolidasi adalah bergabungnya perusahaan melalui penyerahan seluruh aktiva bersihnya ke perusahaan yang baru hasil penggabungan perusahaan tersebut.

Volatilitas adalah penghitungan data fluktuasi nilai sekuritas atau komoditas dalam waktu tertentu. Sehubungan volatilitas bisa dipresentasikan melalui simpangan baku (*standard deviation*), masyarakat menyebut volatilitas sebagai risiko. Makin besar nilai volatilitas, makin besar pula ketidakpastian *return* saham yang didapat. Pada dasarnya, volatilitas mengilustrasikan tingkat risiko bagi pemodal sebagai cerminan fluktuasi nilai saham. Volatilitas di pasar modal bisa berdampak signifikan untuk perekonomian. Tingkat volatilitas didorong sejumlah variabel mikro maupun makro. Tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) kontradiktif atas volatilitas Indeks Harga Satuan Gabungan (IHSG), sementara tingkat inflasi dan kurs Dollar Amerika Serikat atas Rupiah berdampak positif terhadap volatilitas indeks tersebut.

3.1.2.2. Volume Transaksi dan Frekuensi

Volume transaksi tergambar dari jumlah lot yang diperjualbelikan. Volume transaksi dapat dijadikan salah satu indikator karena volume jual dan beli yang dilakukan oleh para pihak menggambarkan transaksi yang dilakukan termasuk yang wajar atau tidak wajar. Data detail *daily transaction* tersebut dapat dianalisis lebih lanjut untuk melihat adanya *unusual transaction*.

3.1.2.3. Nilai Transaksi dan Dominasi Anggota Bursa

Nilai transaksi/*value* adalah nominal atau nilai dari transaksi yang diproses dalam sistem pada periode waktu tertentu. Data ini akan memberikan petunjuk untuk dapat dianalisis lebih jauh karena dapat

membandingkan pihak yang melakukan transaksi pada periode tertentu dengan kebiasaannya yang berlangsung selama ini. Transaksi baik jual maupun beli yang biasa dilakukan misalnya Rp 100.000.000,-/per hari, tapi pada waktu yang lain dapat mencapai Rp 10.000.000.000,-/per hari. Hal ini perlu dianalisis faktor pemicunya agar jelas dan tidak ada unsur kejahatan keuangan pada transaksi tersebut.

Dominasi anggota bursa adalah perusahaan efek yang mendominasi perdagangan saham tertentu dalam jangka waktu tertentu. Misalnya dari 94 jumlah anggota bursa tahun 2022, hanya ada beberapa anggota bursa yang mendominasi atau hanya afiliasi anggota bursa tersebut yang bertransaksi terhadap efek emiten tertentu. Mungkin anggota bursa lain tetap bertransaksi, tetapi pola transaksinya wajar dan tidak mencurigakan. Ini berarti ada indikasi informasi yang tidak tersebar kepada anggota bursa lainnya. Dengan kata lain, ada *asymmetric information*.

3.1.3. Analisis Kasus Praktik *Insider Trading* di Pasar Modal Indonesia

Sumber data transaksi elektronik yang digunakan bersumber dari BEI dengan rincian: BBCA data periode tanggal 1 Mei hingga 31 Juli 2000, PGAS data periode tanggal 1 September 2006 hingga 11 Januari 2007, dan BHIT data periode 1 Februari hingga 30 Juni 2010. Kolom yang diambil dalam pengolahan data transaksi dalam penelitian ini adalah *Trading Date, Trading Time, Stock Code, Trading Board, Trade Price,*

Trade Quantity (Volume), *Trade Value*, dan *Firm ID*. Data awal tersebut diolah untuk masing-masing emiten dengan *proxy* jadwal transaksi yang menjadi dugaan adanya *insider trading* yaitu waktu normal (periode sebelum dugaan, saat dugaan, pengumuman informasi material, dan setelah pengumuman informasi material) agar diketahui transaksi yang tidak wajar atau transaksi yang mencurigakan.

3.1.3.1. PT. Bank Central Asia (BBCA)

Peristiwa transaksi saham BBCA periode tanggal 15 Mei hingga 29 Juni 2001, Bapepam melakukan pemeriksaan mendalam sesuai berdasarkan Pasal 100 UUPM terkait perihal:

1. Pemeriksaan setempat terhadap 20 emiten
2. Permohonan *file* meliputi:
 - a. *File* terkait perdagangan saham BBCA masa tanggal 15 Mei hingga 29 Juni 2001 untuk 152 (seratus lima puluh dua) perusahaan efek, PT. BEJ dan *Self Regulatory Organization* (SRO)¹²¹ lainnya; dan
 - b. *File* terkait perdagangan saham BBCA dan *Right Issue* 1 (*secondary public offering*¹²²) kepada BPPN, PT. Bank

¹²¹ Phillip Securities Indonesia, "Ayo Kenal Lebih Dekat dengan Pengawas Pasar Modal Indonesia", tersedia di: https://www.poems.co.id/htm/Freeducation/LPNewsletter/v50/news03_vol50_Pengawas.html (29 Maret 2022).

Self Regulatory Organization merupakan lembaga pelaksana kewenangan implementasi regulasi dalam pasar modal.

¹²² Saham Gain, "Apa itu *Secondary Public Offering*?", tersedia di: <https://www.sahamgain.com/2016/11/apa-itu-secondary-public-offering.html?m=1> (29 Maret 2022).

Secondary Public Offering merupakan perdagangan pasca emiten *listing* di bursa.

Central Asia (BCA) Tbk, PT. BEJ, Penjamin Emisi Efek, Agen Penjual, Biro Administrasi Efek, PT. KSEI, PT. KPEI, dan PT. Bank Niaga (selaku Kustodian).

3. Analisis dan observasi mencakup:
 - a. Sistem perdagangan oleh anggota bursa terkait;
 - b. Identifikasi atas pemodal yang bertransaksi;
 - c. Pola perdagangan oleh nasabah-nasabah tersebut; dan
 - d. Proses penetapan nilai saham dan pra penjatahan saham saat *secondary public offering* terhadap saham BBCA.
4. Pemanggilan dan pemeriksaan terhadap 70 (tujuh puluh) pihak antara lain: 63 (enam puluh tiga) perusahaan efek; Direksi PT. BCA Tbk; Badan Penyehatan Perbankan Nasional (BPPN); Direksi PT. Danareksa; dan pemodal

Pada peristiwa ini ada dua tindak kriminal yang terjadi, yaitu *insider trading* dan manipulasi pasar. Berdasarkan pemeriksaan Bapepam diketahui fakta bahwa:¹²³

1. *Insider* terdiri dari: PT. Danareksa Sekuritas selaku Penasihat Keuangan dalam *secondary public offering* ataupun selaku Penjamin Pelaksana Emisi Efek (*underwriter*) serta *Strategic Sale* atas saham BBCA;
2. Informasi orang dalam disebabkan oleh transaksi saham secara besar-besaran oleh 4 (empat) perusahaan yaitu: PT. Jamsostek,

¹²³ Penjelasan BAPEPAM atas Hasil Pemeriksaan Kasus Transaksi Perdagangan Saham PT. BCA Tbk. Senin 1 Oktober 2001. *Op. Cit.*

PT. Danareksa Sekuritas, PT. Bahana, dan PT. Lippo Investment Management pada periode berdekatan. Diduga PT Danareksa mempunyai informasi orang dalam sejak 15 Mei 2001 hingga 29 Juni 2001 perihal nilai jual divestasi¹²⁴ BBCA oleh BPPN sejumlah Rp 900,-¹²⁵

Penghitungan kisaran harga penjualan senilai Rp 900,- menurut *Price to Book Value (P/BV)*¹²⁶ tahun 2000 oleh PT. Danareksa Sekuritas seperti yang dijelaskan dalam Memorandum Evaluasi Risiko (MER) oleh PT. Danareksa Sekuritas tertanggal 27 Juni 2001. Namun alat bukti Bapepam atas dugaan informasi orang dalam belum akurat. Ini disebabkan tanggal 29 Juni 2001 sudah terjadi pengesahan kontrak penjaminan emisi BBCA sehingga informasi orang dalam perihal nilai penjualan divestasi BBCA tersebut telah dikategorikan sebagai informasi publik (*public information*). Akan tetapi sebelumnya yaitu tanggal 29 Juni, informasi harga saham tersebut masih bersifat IoD sehingga bisa diduga mulai 15 Mei hingga 29 Juni sudah terjadi *insider trading*.

¹²⁴ Ardiyos, *Op.Cit*, h.80.

Divestasi merupakan perilaku penarikan kembali penyertaan dana oleh Perusahaan Modal Ventura dari Perusahaan Pasangan Usahanya ataupun rival investasinya.

¹²⁵ Penjelasan BAPEPAM atas Hasil Pemeriksaan Kasus Transaksi Perdagangan Saham PT. BCA Tbk. Senin 1 Oktober 2001. Op. Cit.

¹²⁶ Redaksi OCBC NISP, "*Price to Book Value* adalah: Pengertian, Jenis, dan Cara Hitung", tersedia di: <https://www.ocbcnisp.com/id/article/2021/10/11/book-value-adalah> (29 Maret 2022).

Price to book value merupakan perbandingan yang dipakai dalam menilai harga saham dari suatu emiten tergolong rendah atau tinggi.

Selain itu, terjadi perubahan nilai sekuritas dimana harus berlandaskan fakta material.¹²⁷ Sebaliknya informasi material dinilai tidak terpenuhi jika tidak terjadi perubahan nilai saham.¹²⁸ Informasi yang ada menjadi tolak ukur terbentuknya nilai sekuritas, baik informasi positif maupun informasi negatif.¹²⁹ Penggunaan informasi orang dalam atas transaksi dapat terdeteksi melalui.¹³⁰

- a. Ada atau tidak *insider* pada perdagangan efek tersebut;
 - b. Terdapat lonjakan volume dan nilai transaksi perdagangan pra tersebarnya informasi material ke masyarakat; dan
 - c. Muncul fluktuasi volume serta nilai transaksi perdagangan secara tidak normal.
3. Adanya *trading* berupa perdagangan dengan jumlah yang besar sejak tanggal 15 Mei hingga 29 Juni 2001 oleh 4 (empat) perusahaan di atas. PT. Jamsostek membeli total 104.710.000 lembar saham (nilai rata-rata Rp 1.142,68,-/saham) lalu menjual total 33.540.000 lembar saham (nilai rata-rata Rp 1.078,24,-/saham). Lalu PT. Danareksa Sekuritas membeli total 22.393.000 lembar saham (nilai rata-rata Rp 1.062,56,-/saham) dan menjual sebanyak 29.010.000 lembar saham (nilai rata-rata Rp 1.066,95,-/saham). PT. Bahana membeli total 4.525.000 lembar saham (nilai

¹²⁷ Donald C. Langervoot, *Insider Trading Regulation* (Tennessee:Clark Boardman Co. Ltd, 1989), h. 4.

¹²⁸ Donald C. Langervoot, *Op.Cit*, h. 4.

¹²⁹ *Ibid.*

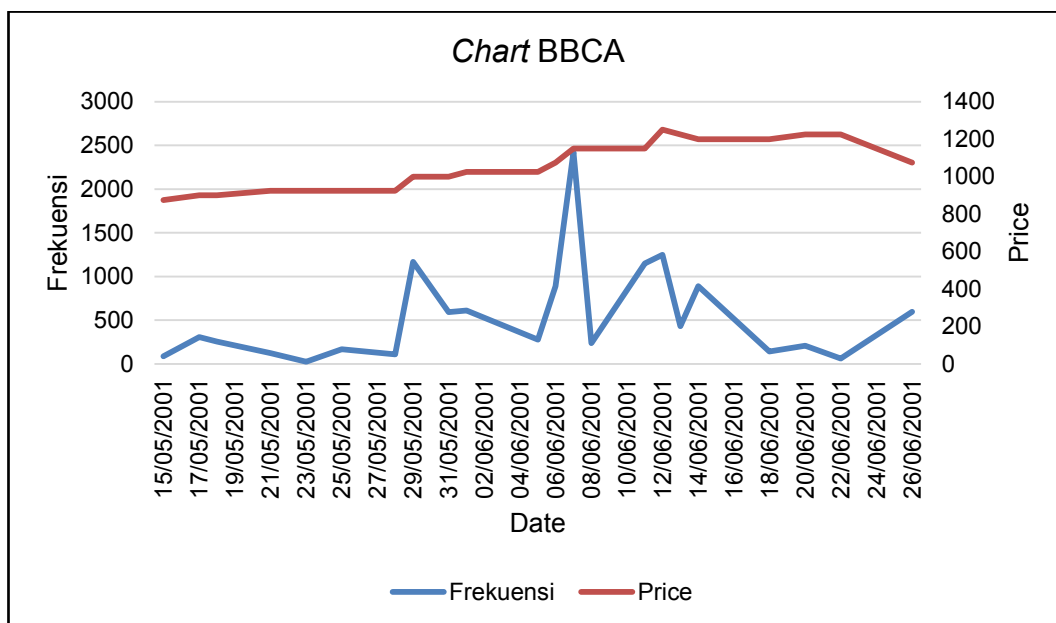
¹³⁰ Mohammad Irsan Nasarudin, et.al., *Op.Cit*, h.269.

rata-rata Rp 1.047,89,-/saham) dan menjual total 18.975.000 lembar saham (nilai rata-rata Rp 966,51/saham). Lalu PT. Lippo Investment Management membeli total 7.500.000 lembar saham (nilai rata-rata Rp 979,88,-/saham) dan menjual senilai 17.920.000 lembar saham (nilai rata-rata Rp 994,35,-/saham).

Trading Date	Trade Price (Rp)	Return (+/-) (Volatilitas)	Trade Quantity/TQ (Volume Ibr Saham)	% TQ	Trade Value (TV)	% TV	Frekuensi (Jumlah)	% Frekuensi	Dominasi Anggota Bursa	Informasi Material
15/05/2001	875		2.220.000		1.937.000.000		87			
16/05/2001	850		7.180.000		6.215.250.000		65			
17/05/2001	900		16.750.000		15.291.250.000		307			
18/05/2001	900		16.780.000		15.453.750.032		255			
21/05/2001	925		6.080.000		5.473.250.000		124			
22/05/2001	925		3.600.000		3.321.249.984		93			
23/05/2001	925		370.000		334.500.000		25			
25/05/2001	925		21.640.000		19.941.749.856		168			
28/05/2001	925		13.040.000		12.022.820.208		107			
29/05/2001	1.000		86.920.000		85.787.750.096		1.189			
30/05/2001	1.050		80.730.000		84.560.250.432		1.201			
31/05/2001	1.000		42.940.000		43.588.929.968		593			
01/06/2001	1.025		49.860.000		50.557.750.016		611		Tidak ada dominasi AB	
05/06/2001	1.025		11.409.000		11.609.474.984		279			
06/06/2001	1.075		52.450.000		55.995.250.640		889		Ada 63 AB yang bertansaksi, berarti informasi merata, lebih dari 50% AB ikut bertansaksi	
07/06/2001	1.150	Stabil +/-10%	148.160.000	439,72%	167.102.749.344	508,25%	2.423	508,25%		Peraturan X.K.1
08/06/2001	1.150		10.730.000		12.293.449.936		237			Sebagai pemicu
11/06/2001	1.150		79.500.000		93.060.750.544		1.149			Insider Trading
12/06/2001	1.250		91.090.000		112.484.999.904		1.249			
13/06/2001	1.225		36.430.000		45.381.999.360		431			
14/06/2001	1.200		33.030.000		39.822.000.000		889			
15/06/2001	1.200		18.480.000		22.153.500.000		415			
18/06/2001	1.200		7.910.000		9.500.500.000		141			
19/06/2001	1.250		21.590.000		26.449.749.872		483			
20/06/2001	1.225		7.220.000		8.812.500.000		207			
21/06/2001	1.225		15.160.000		18.562.499.600		371			
22/06/2001	1.225		2.370.000		2.889.749.984		61			
25/06/2001	1.175		10.740.000		12.771.499.984		293			
26/06/2001	1.075		20.140.000		22.313.750.016		595			
27/06/2001	1.000		46.300.000		46.651.249.984		1.075			
28/06/2001	950		41.980.000		39.260.750.000		925			
29/06/2001	975		47.340.000		44.820.500.096		931			

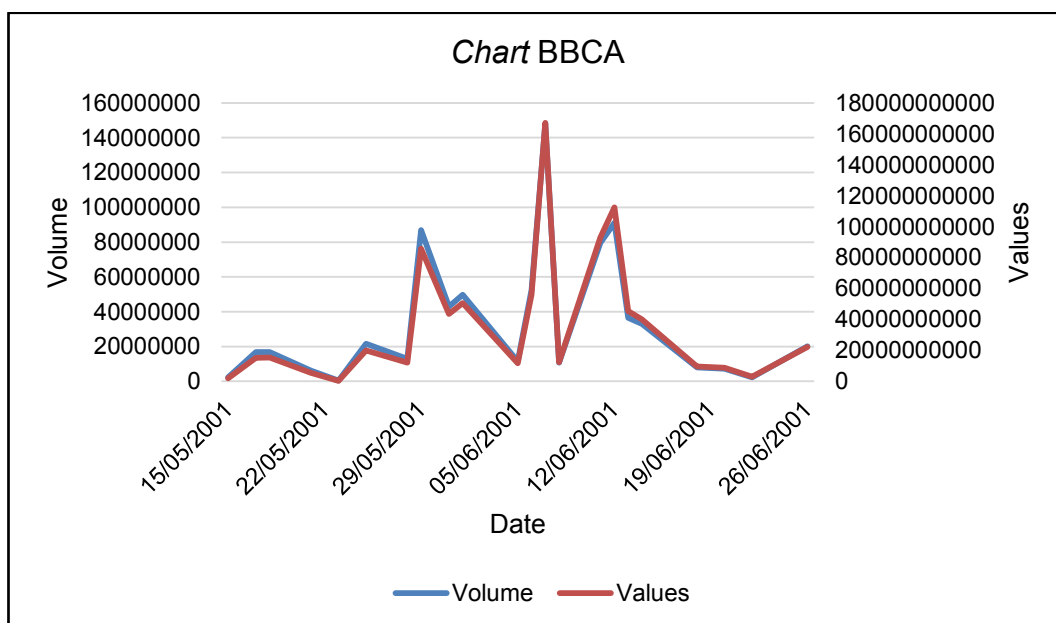
Gambar 3. Finalisasi Hasil Pengolahan Data Transaksi BBKA

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 186.



Gambar 4. Grafik Harga dan Frekuensi BBCA

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 188.



Gambar 5. Volume dan Nilai Transaksi BBCA

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 188.

Sehingga setelah menganalisis transaksi yang dilakukan oleh para pihak, hasil pemeriksaan Bapepam menyimpulkan bahwa telah terjadi dugaan praktik *insider trading*.

3.1.3.2. PT. Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS)

Kasus PGAS tahun 2007 tentang ketidakterbukaan perusahaan dimulai saat menurunnya nilai saham PGAS pada tanggal 11 Januari 2006 dari Rp 9.650,- saat pembukaan (*open*) ke Rp 7.400,-/lembar saham saat penutupan (*close*). Kasus ini dimulai ketika PGAS yang sudah terdaftar di bursa efek menutupi penurunan produksi dari 150 (seratus lima puluh) *million metric standard cubic feet per day* (mmscfd) ke 50 (lima puluh) mmscfd dan penundaan proyek pipanisasi gas dari target semula akhir 2006 menjadi Maret 2007. Awalnya penurunan harga saham ini ditemukan direksi PGAS mulai 12 September 2006 dan penundaan penyelesaian proyek pipanisasi gas karena kondisi cuaca yang diketahui mulai 18 Desember 2006. Penurunan volume gas dan penundaan proyek pipanisasi gas ini memengaruhi harga saham PGAS di bursa. Manajemen diduga sudah mengetahui masalah ini, tetapi tidak memberitahukan kepada pihak terkait karena dapat memengaruhi harga saham PGAS di bursa.

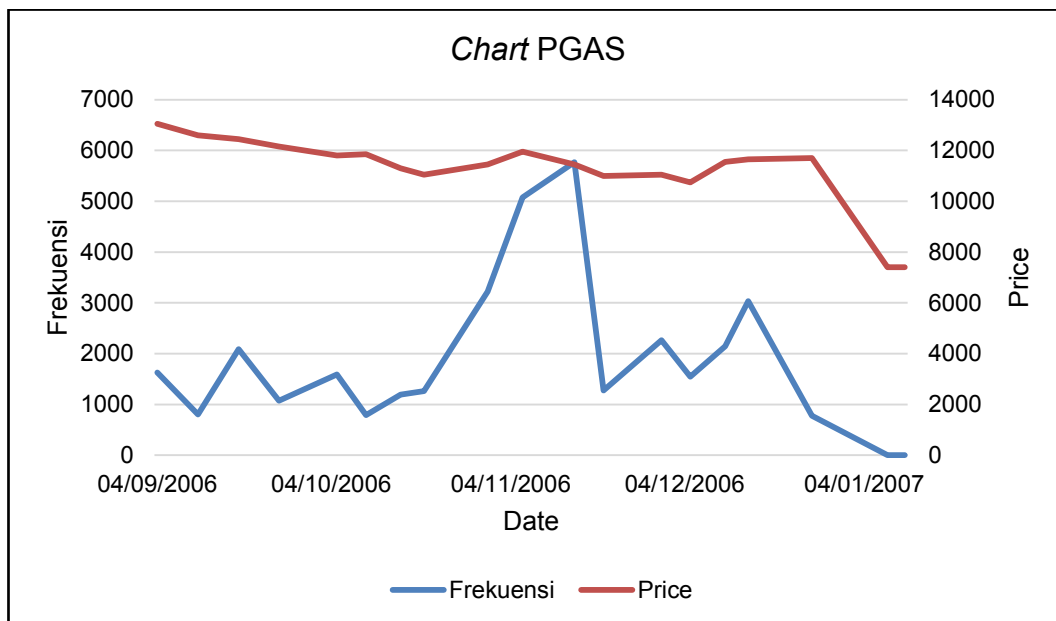
Pasal 86 ayat (1) UUPM menjelaskan perseroan terbuka wajib memberikan laporan ke Bapepam dan mempublikasikan terkait informasi material dalam perusahaan publik yang memengaruhi efek selambatnya dua hari setelah peristiwa tersebut, tetapi pihak manajemen PGAS tidak

memberitahukannya kepada masyarakat. Selain itu, penundaan pipanisasi gas yang seharusnya dilakukan akhir tahun 2006 ditunda hingga bulan Maret 2007 berpengaruh terhadap harga efek PGAS.

Trading Date	Trade Price (Rp)	Return (+/-) (Volatilitas)	Trade Quantity/TQ (Volume Ibr Saham)	% TQ	Trade Value (TV)	% TV	Frekuensi (Jumlah)	% Frekuensi	Dominasi Anggota Bursa	Informasi Material	
04/09/2006	13.000		20.468.000		270.061.706.792		1.628				
05/09/2006	13.100		19.515.082		257.461.982.944		1.429				
06/09/2006	12.900		23.831.000		304.713.828.256		1.389				
07/09/2006	12.900	Terna mengawali penurunan dari awal September 2006 sd 8 Januari 2007 20.73%	13.796.000		177.343.074.704		897				
08/09/2006	12.750		31.672.010		401.651.025.928		2.739				
11/09/2006	12.600		7.302.050		92.588.542.824		798				
12/09/2006	12.300		32.618.000		407.837.000.400		2.141				
13/09/2006	12.400		27.382.000		344.400.999.296		2.107				
14/09/2006	12.550		10.650.000		133.341.834.000		975				
15/09/2006	12.600		6.404.000		80.687.601.872		497				
16/09/2006	12.450		23.272.000		289.802.750.928		2.091				
19/09/2006	12.450		11.009.000		136.631.050.480		1.238				
20/09/2006	12.300		8.125.000		112.606.433.152		1.151				
21/09/2006	12.450		9.361.000		116.115.727.360		925				
22/09/2006	12.250		13.500.000		171.156.296.008		1.919				
25/09/2006	12.150		6.914.000		83.978.480.480		1.075				
26/09/2006	12.250		6.836.000		83.850.099.136		589				
27/09/2006	12.300		24.786.000		303.478.750.696		1.945				
28/09/2006	12.200		7.104.000		86.645.200.448		885				
29/09/2006	12.000		14.658.000		177.268.486.544		1.821				
05/10/2006	11.800		17.380.076		205.082.047.504		1.583				
10/10/2006	11.800		11.044.000		130.341.600.800		790				
16/10/2006	11.300		16.469.000		185.731.301.168		1.191				
20/10/2006	11.000	Libur	14.010.000		154.567.026.176		1.265				
31/10/2006	11.450		40.197.000		464.485.582.016		3.225				
06/11/2006	11.950		68.860.000		819.474.902.976		5.077		Insider PGAS AKRIF terkasmaksi sejak 12 September 2006 sd 11 Januari 2007 pada AB tertentu	Release PGAS 11 Januari 2007 koneksi bisnis plan dan terdapatnya proyek komersial di Sumatera serta ulang ke Partnernya yang significant	
10/11/2006	11.900		41.507.000		497.525.999.120		2.544				
15/11/2006	11.450		69.110.000		799.228.802.544		5.771				
20/11/2006	11.000		12.022.000		131.734.151.968		1.275				
24/11/2006	10.300		63.848.000		652.164.050.896		5.787				
30/11/2006	11.050		32.352.000		357.216.797.600		2.267				
05/12/2006	10.750		20.670.000		222.730.867.984		1.543				
11/12/2006	11.550		31.362.410		359.529.990.080		2.147				
15/12/2006	11.600	52.53%	428.325.200	3807.16%	4.880.789.737.184	3387.13%	3.033	122.73%			
20/12/2006	11.600		35.726.600		415.626.577.360		2.629				
26/12/2006	11.700		5.982.000		70.206.800.768		780				
28/12/2006	11.600		19.100.000		222.208.423.688		1.237				
08/01/2007	10.800	Tutup lagi 31.80%	Open							Setelah tanggal 11, PGAS di suspend karena ada transaksi yang tidak wajar	
09/01/2007	7.400		Close								
11/01/2007	9.000	Hanya 2 hari perdagangan	Open								
11/01/2007	7.400		Close								

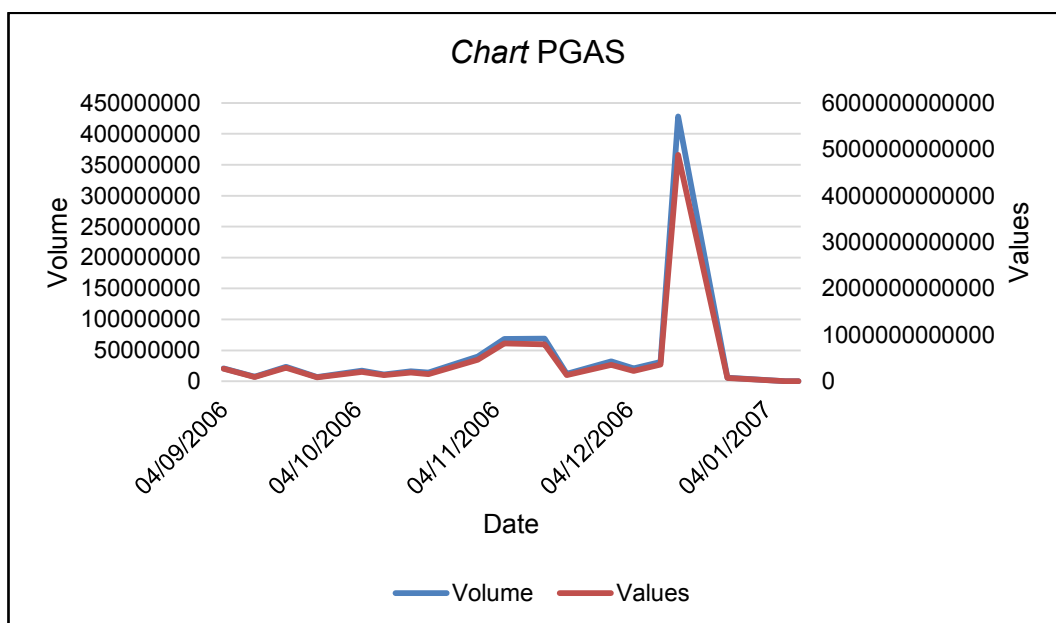
Gambar 6. Finalisasi Hasil Pengolahan Data Transaksi PGAS

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 201.



Gambar 7. Grafik Harga dan Frekuensi PGAS

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 203.



Gambar 8. Volume dan Nilai Transaksi PGAS

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 203.

Terlihat harga saham PGAS terus mengalami penurunan pada periode pengamatan tanggal 4 September 2006 hingga 11 Januari 2007 dengan total penurunan sampai dengan 52,53%. Apalagi terjadi penurunan 31,80% pada tanggal 8 dan 11 Januari yang akhirnya saham PGAS di *suspend*¹³¹. Transaksi tanggal 15 Desember 2006 juga terlihat tidak wajar, volume transaksi naik 26 (dua puluh enam) kali lipat, nilai transaksi naik 23 (dua puluh tiga) kali lipat, dan frekuensinya naik 122,73%. Ada anggota bursa yang dominan yang mengindikasikan *asymmetric information*. Adanya *inside information* yang akhirnya dibuka ke publik setelah Otoritas Pasar Modal mendesak Direksi PGAS menyampaikan informasi yang sebenarnya. Berdasarkan semua unsur dan indikator di atas, peneliti berkesimpulan ini telah memenuhi unsur praktik *insider trading* dengan motif menghindari kerugian.

Kepala Biro Pemeriksaan dan Penyidikan Bapepam-LK mendapat laporan atas dugaan *insider trading* dari Biro Transaksi Lembaga Efek (TLE) Bapepam-LK. Dikatakan bahwa ketiga penasihat keuangan pemerintah (*financial advisor*) pada proses divestasi aktif bertransaksi saham PGAS di BEJ. Tentunya hal tersebut merupakan gejala *insider trading* karena mereka termasuk orang dalam PGAS. *Inside information* jelas didapatkan dari keikutsertaan dalam tiap rapat Menneg BUMN dengan pemodal penting. Dari sana diketahui mengenai rencana *tender*

¹³¹ Kompas, "Apa Itu *Suspend*, *Trading Halt*, dan *Auto Reject* pada Investasi Saham?", tersedia di: <https://amp.kompas.com/money/read/202110/27/173400226/apa-itu-suspend-trading-halt-dan-auto-reject-pada-investasi-saham> (29 Maret 2022).

Suspend merupakan campur tangan Bursa Efek Indonesia (BEI) dalam bentuk penghentian sementara perdagangan saham.

*offer*¹³² PGAS secara detail. Ini merupakan *inside information* yang belum dipublikasikan sehingga bersifat rahasia perusahaan.

Dengan terpenuhinya semua unsur dalam Pasal 95 UUPM maka kepada peristiwa ini dapat dikategorikan sebagai dugaan praktik *insider trading*, sehingga bisa dilakukan penyidikan sebagai langkah awal penuntutan perihal tindak pidana oleh pelaku. Selain itu, dugaan *insider trading* di PGAS dapat dikaji berdasarkan indikator UMA. Indikasi *negative return* dugaan *insider trading* atas transaksi PGAS dalam proses divestasi saham pemerintah sejumlah 5,1% telah terlihat mulai 18 Desember 2006. Nilai saham sengaja diturunkan terlebih dahulu dari Rp 13.800,- ke Rp 11.300,-. Tindakan ini memberi keuntungan untuk pihak tertentu (*back door profit*). Pada 15 Desember 2006 pemerintah menjual 5,31% setara 185.802.000 lembar saham seharga Rp 11.350,-/lembar, dengan keuntungan Rp 50,-/lembar saham ataupun 0,44% dari nilai penutupan saat 13 Desember 2006 yakni Rp 11.300,-. Hal ini termasuk manipulasi harga sesuai Pasal 91 dan Pasal 92 UUPM dimana adanya unsur pemicu dan pembentukan harga berdasarkan permintaan pihak-pihak tertentu lewat sekuritas sekaligus *underwriter* proses divestasi.

Lalu pola penggorengan atas PGAS merupakan unsur kesengajaan oleh para pihak bermaksud untuk meraih untung. Harga dibentuk ke level lebih rendah oleh *broker jual (seller inisiator)* saat transaksi baru dibuka dengan volume besar. Volatilitas *return* dapat dilihat

¹³² Kontan.co.id, “*Tender Offer*”, tersedia di: <https://www.kontan.co.id/topik/tender-offer> (29 Maret 2022).

mulai 23 Agustus 2006 saat nilai saham PGAS mengalami penurunan secara terus menerus padahal sentimen bursa sedang naik seiring dipublikasikannya informasi terkait kesepakatan pemerintah dengan DPR perihal proses divestasi 5,1% saham PGAS. Indikasi tersebut merupakan manipulasi harga (*mark down*) bertujuan membentuk acuan harga divestasi menjadi lebih rendah lewat transaksi bursa.

Pola yang mencolok merupakan pola dari anggota bursa saat pembentukan awal perdagangan saham yaitu mendominasi pembentuk nilai saham menuju level lebih rendah. Klimaknya pada 12 Januari 2007 terjadi *panic selling* di kalangan pemodal luar ataupun dalam negeri, dalam hal ini manajemen PGAS tidak menyalahi norma terkait publikasi informasi atas tertundanya jadwal komersialisasi proyek pipanisasi *South Sumatera-West Java* (SSWJ) menjadikan nilai saham PGAS dalam sehari merosot 23% menjadi Rp 7.400,-. Menurut BEJ, ada tiga sekuritas asing aktif menjual saham PGAS di 12 Januari 2007 yaitu *Macquaire Securities* menjual 57,23 juta saham, *Deutsche Securities* menjual 17,19 juta saham, serta *CSLA Securities* menjual 14,7 saham.¹³³ Sehingga BEJ memberlakukan *suspend* untuk saham PGAS.

3.1.3.3. PT. Bhakti Investama Tbk (BHIT)

Aksi pembelian saham BHIT yang dilakukan oleh Direktur Utama BHIT dicurigai oleh Bapepam atas dugaan *insider trading*. Dugaan *insider trading* mencuat setelah dia memborong saham BHIT. Dia meningkatkan

¹³³ Dedi Indra Sari, "Analisis Kasus atas Dugaan Terjadinya *Insider Trading* dalam Perdagangan Saham PT. Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk", *Jurnal Hukum dan Pembangunan*, Vol.3 No.4 (Oktober-Desember 2007), h.584.

jumlah kepemilikannya dari 1,06 miliar lembar saham menjadi 1,27 miliar lembar saham. Artinya dia membeli sekitar 19% dari saham yang dimilikinya dahulu. Kepemilikannya di BHIT semakin bertambah karena perusahaan ini berencana membagikan saham bonus. Dalam pengumuman tanggal 14 April 2010, BHIT menyatakan bakal memberikan saham bonus dengan perbandingan 1:3 pada tanggal 21 Mei 2010. Artinya setiap pemegang 1 saham BHIT berhak mendapatkan 3 saham bonus. Saat dikonfirmasi, dia menganggap tidak ada masalah dengan aksinya membeli saham BHIT. Sejumlah 102.869.565 saham BHIT hasil konversi Tanda Bukti Uang Konversi (TBUK) menjadi 7.343.702.632 saham. Ketika rasio saham bonus ditetapkan sebesar 1:3 maka, total bonus yang akan dibagikan menjadi 22.031.107.896 saham jika tidak ada konversi TBUK hingga pembagian saham bonus. Jadwal *cum*¹³⁴ saham bonus di pasar reguler dan negosiasi tanggal 3 Mei 2010. *Ex*¹³⁵ saham bonus di pasar reguler dan negosiasi tanggal 4 Mei 2010. *Cum* saham bonus di pasar tunai tanggal 6 Mei 2010 dan *Ex* saham bonus di pasar tunai tanggal 7 Mei 2010. *Recording date*¹³⁶ ditetapkan tanggal 6 Mei 2010. Distribusi saham bonus tanggal 21 Mei 2010. Pembagian saham bonus dengan rasio 1:3 akan meningkatkan jumlah saham dalam modal disetor perseroan menjadi 4 kali lipat. Dengan asumsi tidak ada konversi

¹³⁴ Ardiyos, *Op.Cit*, h.64.

Cum ataupun disertai artinya tanggal dimana penjualan saham disertai dividen.

¹³⁵ Ardiyos, *Op.Cit*, h.93.

Ex berarti tanpa yaitu tanggal dimana penjualan saham tanpa dividen.

¹³⁶ Ardiyos, *Op.Cit*, h.229.

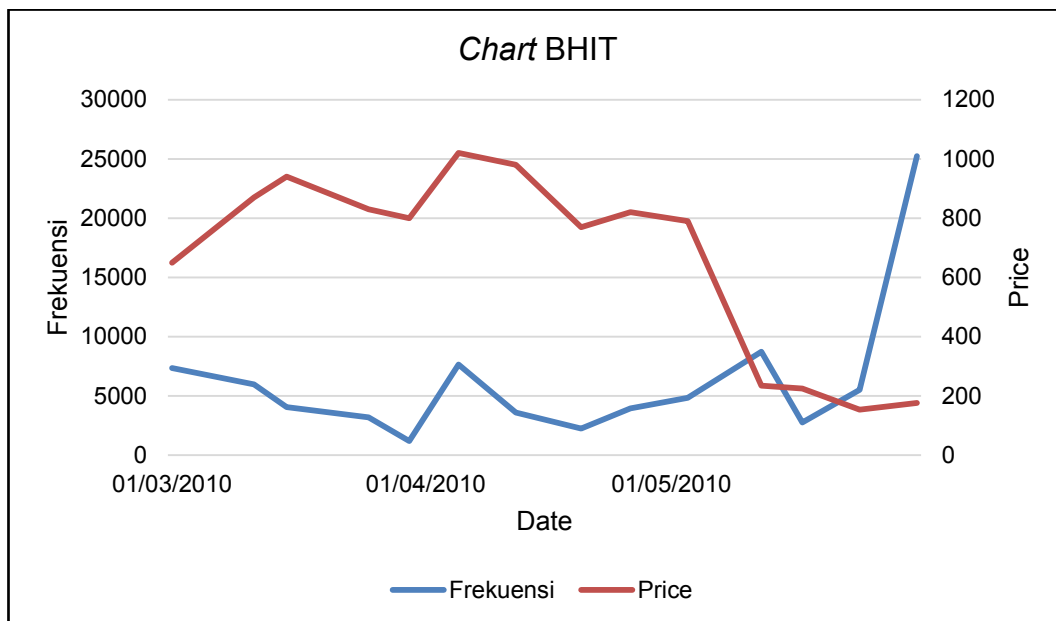
Recording date merupakan hari pencatatan nama investor pada buku saham emiten agar bisa mendapatkan dividen, hak suara, dan lain-lain.

TBUK hingga pembagian saham bonus, jumlah saham BHIT setelah pembagian saham bonus menjadi 29.374.810.528 saham. Penambahan jumlah saham ini sangat diperlukan guna menghindari dilusi yang terlalu besar dalam rencana penerbitan 10% saham baru perseroan.

Trading Date	Trade Price (Rp)	Return (+/-) (Volatilitas)	Trade Quantity/TQ (Volume Ibr Saham)	% TQ	Trade Value (TV)	% TV	Frekuensi (Jumlah)	% Frekuensi	Dominasi Anggota Bursa	Informasi Material
01/03/2010	850		216.063.500		143.379.576.180		7.361			
05/03/2010	840		17.643.000		11.328.990.032		414			
11/03/2010	870		156.156.000		131.508.826.840		5.975			
15/03/2010	940	Menjelang stock split saham BHIT terkoreksi sd sekitar 15%	77.901.000		73.486.731.984		4.070		Tidak ada dominasi AB sebelum 14 April dan 4 Mei	
19/03/2010	810		26.584.000		22.009.090.000		967			
25/03/2010	830		103.780.000		87.186.290.016		3.189			
30/03/2010	800		27.697.000		22.183.902.000		1.207			
05/04/2010	1.020		252.502.000		238.644.126.840		7.645			
12/04/2010	980		140.094.000		138.753.125.536		3.589			
15/04/2010	880	83.611.000		76.150.720.032		3.083		14 April 2010 pengumuman saham bonus 1:3		
20/04/2010	770	179.885.000		147.114.267.936		2.245				
26/04/2010	820	94.237.000		77.848.973.952		3.057				
30/04/2010	840	59.684.000		50.059.527.688		1.891				
03/05/2010	790		129.414.000		103.622.013.048		4.849			
04/05/2010	255		588.010.000	Wajar	151.158.537.896	Wajar	7.795	Wajar	4 Mei stock split 1 jadi 3	
07/05/2010	285	Setelah stock split saham BHIT terkoreksi lagi sd 34,12% sd 1 Juni 2010	170.137.000		51.033.342.064		3.281			
12/05/2010	235		1.022.838.000		237.336.572.368		6.729			
17/05/2010	225		146.613.000		33.744.427.008		2.749			
18/05/2010	200		471.512.567		101.870.892.582		4.271			
19/05/2010	199		953.010.000		183.027.699.784		11.395			
20/05/2010	172		258.354.000		45.540.527.024		6.168			
21/05/2010	153		400.239.000		60.764.271.016		5.643		Pembagian saham bonus	
24/05/2010	154		328.501.000		48.628.634.008		5.507			
25/05/2010	124		277.026.000		34.892.301.000		3.685			
27/05/2010	154		2.886.471.000		469.925.914.952		35.337		Terjadi transaksi (jual/beli) saham besar-besaran oleh pihak lertenlu 27 Mei sd 1 Januari 2010.	
31/05/2010	176		2.158.861.000		359.519.289.920		25.233			
01/06/2010	188		1.345.810.000		235.900.213.056		16.411			

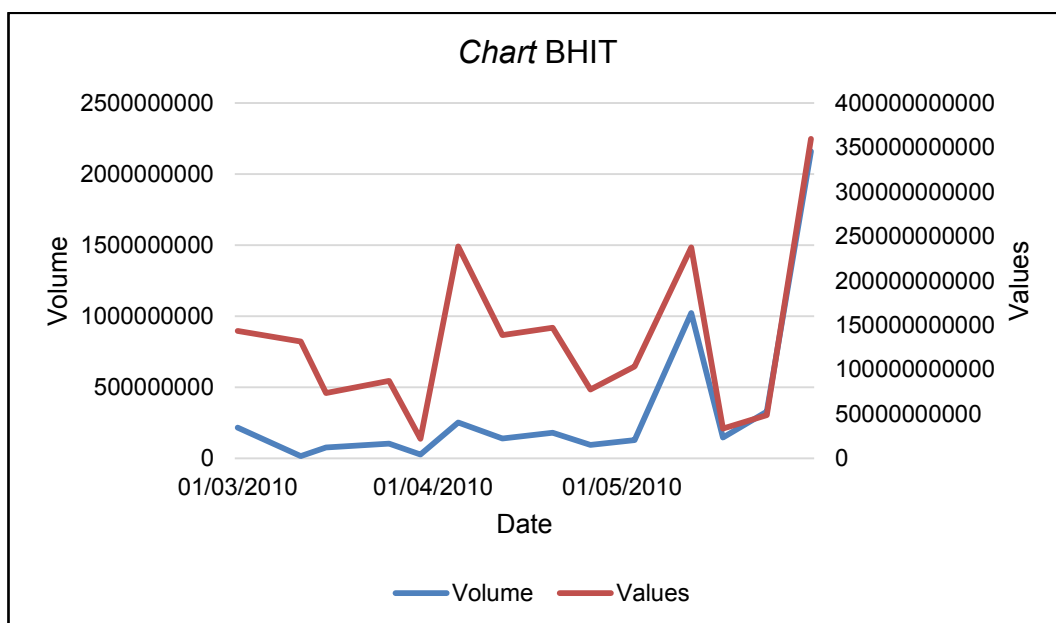
Gambar 9. Finalisasi Hasil Pengolahan Data Transaksi BHIT

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 207.



Gambar 10. Grafik Harga dan Frekuensi BHIT

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 206.



Gambar 10. Volume dan Nilai Transaksi BHIT

Sumber : *Insider Trading, Indikasi, Pembuktian, dan Penegakan Hukum.* (Jakarta:Sinar Grafika, 2020), 206.

BHIT membutuhkan investasi sebesar US \$250-300 juta atau sekitar Rp 2,5-3 triliun dengan jumlah saham 7,343 miliar dan harga saham di kisaran Rp 1.000,-, perseroan harus menerbitkan sekitar 30 miliar saham baru untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut. Tentu pemegang saham lama akan terdilusi sangat besar jika benar adanya. Apalagi peraturan Bapepam menetapkan batas maksimal pencetakan saham baru non Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) sebanyak 10% atas modal disetor. Oleh sebab itu, BHIT membagikan saham bonus dengan rasio sangat besar 1:3 agar jumlah saham dalam modal disetor meningkat menjadi 29,374 miliar saham. Dengan demikian, perseroan cukup menerbitkan 2,9 miliar saham atau 10% dari modal disetor untuk memperoleh dana Rp 2,5-3 triliun.

3.1.4. Metode Pembuktian Dugaan Praktik *Insider Trading*

3.1.4.1. Pemeriksaan dan Penyidikan

Wewenang pemeriksaan dan penyidikan tindak pidana *insider trading* diberikan kepada lembaga OJK, sebagaimana diatur dalam Pasal 9 huruf c UUOJK mengatur OJK memiliki kewenangan untuk melaksanakan pengawasan, pemeriksaan, penyidikan, perlindungan konsumen, dan kegiatan lain atas Lembaga Jasa Keuangan, pelaku, dan/atau penunjang kegiatan jasa keuangan berdasarkan norma jasa keuangan. Terkait pemeriksaan dan penyidikan terhadap pelanggaran di pasar modal, wewenang OJK yaitu sebagai Penyidik Pegawai Negeri Sipil (PPNS). Dalam rangka proses penyidikan oleh OJK dilaksanakan

berdasarkan dua situasi yakni selaku kelanjutan proses pemeriksaan serta penyidikan tanpa perlu proses pemeriksaan dahulu. Sehingga kekuasaan OJK selaku pemeriksa dan penyidik ialah mandiri ataupun tidak tergantung pada lembaga lain. Pasca diterimanya laporan, pemberitahuan, ataupun pengaduan dari pihak terkait *insider trading* maupun dugaan praktik *insider trading*, OJK bisa meneliti kebenaran laporan tersebut. Hal tersebut berdasarkan Pasal 49 ayat (3) huruf b UUOJK.¹³⁷

Berdasarkan Pasal 49 ayat (3) huruf g UUOJK dalam penyidikan OJK dapat mencari informasi, *file*, ataupun bukti lainnya, baik cetak atau elektronik kepada penyelenggara jasa telekomunikasi. Apabila dalam melakukan penyidikan ditemukan adanya unsur-unsur tindak pidana pelanggaran terhadap UUPM, maka proses penyidikan dilanjutkan menjadi proses penyelidikan. Bila saat penyelidikan terdapat fakta telah terjadi tindak pidana, maka OJK dapat melimpahkan kasus tersebut kepada jaksa penuntut umum.

3.1.4.2. Alat Bukti dan Pembuktian

Pengumpulan alat bukti untuk dapat menyimpulkan bahwa pelaku melakukan praktik *insider trading* menjadi tantangan tersendiri bagi penyidik. Para pelaku *insider trading* juga memiliki strategi yang sulit untuk dilacak. Pasal 101 ayat (2) UUPM menyebutkan alat bukti dalam kejahatan pasar modal berdasarkan ketentuan dalam KUHP. Alat bukti

¹³⁷ Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan Pasal 49 ayat (3) huruf b.

yang dipakai mengacu kepada ketentuan Pasal 181 KUHAP meliputi keterangan saksi, keterangan ahli, surat, petunjuk, dan keterangan terdakwa.

Kejahatan pasar modal termasuk *insider trading*, terpenuhinya bukti menggunakan pendekatan *scientific crime investigation* yaitu tidak memerlukan pengakuan dari pelaku namun mengandalkan alat bukti. Alat bukti *insider trading* pasca berlakunya Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2008 mengenai Informasi dan Transaksi Elektronik (UUITE) maka data elektronik juga diakui sebagai alat bukti sah di mata hukum, seharusnya dapat lebih mudah diperoleh OJK atas rekomendasi Penyidik Pegawai Negeri Sipil Kementerian Keuangan (PPNS Kemenkeu) sebagai upaya pembuktian. Data yang terdapat dalam informasi elektronik itu dapat menjadi objek pemeriksaan dan penyidikan. Sehingga meskipun sistem *insider trading* makin modern dan kompleks, tetapi bisa diminimalisir melalui *MoU* dengan berbagai pihak. OJK dibantu PPNS dapat lebih mudah dalam menelusuri dugaan *insider trading*.¹³⁸ Pada Pasal 5 UUIITE yang mengatur mengenai bukti elektronik menjelaskan:

1. Informasi maupun *file* elektronik dan/atau hasil cetakan dapat menjadi alat bukti hukum yang sah
2. Informasi maupun *file* elektronik dan/atau hasil cetakan adalah pengembangan alat bukti legal berdasarkan peraturan yang berlaku di Indonesia

¹³⁸ Balfas, Hamud M, *Hukum Pasar Modal Indonesia* (Jakarta:Tatanusa, 2012), h.434.

Perluasan alat bukti ini menjadikan dasar hukum untuk mencari alat bukti yang dilakukan oleh *insider trading* dalam perdagangan efek di pasar modal sudah menggunakan *scripless* (tanpa warkat). Dengan didukung data perdagangan elektronik, penyidik dapat menganalisis dan mengumpulkan alat bukti dari pelaku tersebut. Data-data dari perdagangan baik sebagai salah satu alat bukti maupun petunjuk untuk melakukan penyidikan, salah satunya adalah *daily data transaction* sebagai sumber untuk melakukan analisis.

3.2. Perlindungan Hukum bagi Investor yang Dirugikan Akibat Adanya Praktik *Insider Trading* di Pasar Modal Indonesia melalui *Disgorgement* dan *Disgorgement Fund*

Soediman Kartohadiprodo berpendapat bahwa tujuan terciptanya hukum yaitu mendapat keadilan. Sebagaimana perlakuan adil juga dibutuhkan investor karena kenyataannya posisi investor seringkali tidak seimbang dengan emiten.¹³⁹ Investor yang dirugikan membutuhkan payung hukum yang dibagi dalam dua cara, yakni bersifat preventif dan bersifat represif.¹⁴⁰

Payung hukum preventif atau mencegah kerugian pemodal dan publik oleh OJK tergambar melalui Pasal 28 UUOJK yaitu: 1) memberi data dan pengetahuan untuk masyarakat terkait sifat sektor jasa

¹³⁹ Hilda Hilmiah Dimyati, "Perlindungan Hukum bagi Investor dalam Pasar Modal". *Jurnal Cita Hukum*, Vol. 2 No. 2, (2014), h.342-343.

¹⁴⁰ Philipus M. Hadjon, *Perlindungan Hukum bagi Rakyat Indonesia* (Surabaya:PT. Bina Ilmu, 1987), h.38.

keuangan, layanan, dan produknya; 2) meminta Lembaga Jasa Keuangan guna tidak melanjutkan aktivitas jika kegiatan tersebut berdampak negatif untuk masyarakat; dan 3) perilaku lain yang perlu dikerjakan berdasarkan kaidah di sektor jasa keuangan. Sedangkan bentuk payung hukum represif biasanya muncul ketika terjadi sengketa, sehingga OJK bertugas melakukan pembelaan hukum untuk kepentingan pemodal dan publik. Payung hukum represif merupakan penerapan sanksi sebagai *ultimum remedium* untuk para pihak yang melanggar norma pasar modal.¹⁴¹

Hal ini dikarenakan masih lemahnya norma perlindungan pemodal yang dirugikan karena tindak pidana pasar modal. Sebelumnya jika ada tindak pelanggaran regulasi pasar modal, pelaku cukup diproses ke pengadilan tanpa memikirkan kerugian yang diderita pemodal. Maka dari itu terciptanya POJK Nomor 65/POJK.04/2020 bisa meningkatkan atensi pemodal dalam bertransaksi di pasar modal Indonesia sebab adanya payung hukum terkait metode *disgorgement fund*. Bukan itu saja, para pelaku menjadi menimbang dua kali sebelum menjalankan perilaku kriminal di bidang pasar modal sebab dapat diberikan sanksi untuk mengembalikan laba ilegal yang diraih melalui POJK Nomor 65/POJK.04/2020. Tindakan ini dapat meminimalisir jumlah tindak kriminal dalam pasar modal.

¹⁴¹ Hilda Hilmiah Dimiyati, *Op.Cit*, h.354.

3.2.1. Pihak-Pihak yang Dapat Dikenakan *Disgorgement*

POJK Nomor 65/POJK.04/2020 menyebut *disgorgement* sebagai penarikan profit kembali ataupun kerugian yang dihindari secara ilegal oleh pelaku dan/atau penyebab adanya pelanggaran dengan melanggar norma pasar modal, lewat instruksi OJK. Oleh karena itu OJK bertugas menerapkan *disgorgement* dengan menjumlah kerugian, mengamati, hingga memutuskan jumlah nilai yang harus dikembalikan dimana ditetapkannya bersama sanksi administratif untuk pelaku pelanggaran norma di pasar modal.¹⁴² Pasca ditetapkan nilai *disgorgement*, pelaku wajib melunasinya sebab bila belum dilunasi dalam kurun waktu yang telah ditentukan OJK maka pelaku akan mendapat surat teguran.

Para pihak yang bisa dijatuhi *disgorgement* adalah:

1. Emiten sebagai pihak yang melakukan penawaran umum.¹⁴³ Emiten dijatuhi *disgorgement* jika emiten melancarkan pelanggaran dengan menyatakan informasi material yang menyesatkan.
2. Pialang dan profesi penunjang pasar modal juga wajib mentaati norma pasar modal hingga kode etik profesinya supaya tidak mengakibatkan pemodal merugi.¹⁴⁴ Profesi penunjang meliputi akuntan, konsultan hukum, penilai, notaris, dan profesi lain yang

¹⁴² Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 Tentang Otoritas Jasa Keuangan Pasal 9 huruf g.

¹⁴³ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 6.

¹⁴⁴ Zahrana dan Arman Nefi, *Tanggung Jawab Pialang Saham Terhadap Pelanggaran Pada Transaksi di Bursa Efek (Studi Kasus: Putusan Mahkamah Agung No. 2277/K/PDT/2012)*, (Naskah Singkat Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2014), h.13.

diatur dalam Peraturan Pemerintah, serta harus terdaftar di OJK. Terkait asas keterbukaan, maka tiap pekerjaan harus menyampaikan evaluasi maupun pendapat secara mandiri serta jujur.¹⁴⁵ Jika para pekerja melangsungkan tindak kriminal atas norma yang berlaku, mereka akan dijatuhi *disgorgement* juga.¹⁴⁶

3. *Corporate insider* atau orang dalam
4. *Tippee* ialah kategori yang bukan merupakan *insider* tetapi mendapat data dari *insider* sehingga bisa disebut sebagai *insider trading*. *Tippee* dibagi menjadi beberapa jenis antara lain:¹⁴⁷
 - a. *Tippee I* ialah pihak yang mendapat pengaruh serta mendapat data tanpa pembatasan. *Tippee I* bebas hukum sebab mereka tidak mendapatkan informasi secara ilegal.
 - b. *Tippee II* meliputi: 1) Pihak yang mendapat informasi *insider* secara ilegal melalui mencuri, membujuk, serta cara kekerasan atau ancaman lainnya;¹⁴⁸ 2) Pihak yang mendapat data (dengan pembatasan) dari perusahaan lalu mendapatkannya dengan mudah tanpa melawan hukum.¹⁴⁹

Sehingga para pihak ini dijatuhi *disgorgement* dan wajib bertanggungjawab secara personal secara pidana.

¹⁴⁵ Adrian Sutedi, *Op.Cit.*, h.121.

¹⁴⁶ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Penjelasan Pasal 95.

¹⁴⁷ Munir Fuady, *Op.Cit.*, h.174.

¹⁴⁸ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 97 ayat (1) Beserta Penjasannya.

¹⁴⁹ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 97 ayat (2) Beserta Penjasannya.

3.2.2. Syarat Kerugian Investor yang Mendapatkan Distribusi dari *Disgorgement Fund*

Tidak ada suatu investasi yang tidak mempunyai efek kerugian, baik itu memiliki pengaruh rendah, moderat, dan tinggi. Termasuk pula perdagangan di pasar modal. Namun risiko disini dapat diatur agar meminimalisir kerugian. Pada transaksi pasar modal, investor bertemu dengan sejumlah risiko yakni:¹⁵⁰

1. Risiko finansial, merupakan risiko yang ditanggung investor selaku dampak atas kelemahan perusahaan dalam melaksanakan kewajibannya membayaran dividen/bunga dan pokok investasi.
2. Risiko pasar, ialah risiko karena turunnya nilai pasar secara substansial, untuk semua saham ataupun beberapa saham saja, disebabkan fluktuasi inflasi ekonomi, finansial manajemen perusahaan negara, peralihan maupun kebijakan pemerintah.
3. Risiko psikologis, adalah risiko terhadap investor yang berperilaku penuh emosi saat bertemu nilai saham menurut optimisme dan pesimisme bisa berakibat pada fluktuasi nilai saham.

Biasanya pemodal yang telah mencoba mengurangi kerugian secara pribadi dapat menderita kerugian akibat pihak yang melakukan tindak pidana di pasar modal. Pastinya ini membuat pemodal rugi, hingga regulasi tercipta untuk melindunginya di Pasar Modal Indonesia. *Disgorgement* mengganti kerugian pemodal karena kejahatan yang dilancarkan oleh pihak-pihak terkait. Walaupun bukan seluruh bentuk kerugian pemodal akan diberikan *disgorgement* karena cuma yang

¹⁵⁰ Adrian Sutedi, *Op.Cit.*, h.17.

mempunyai unsur pidana yang akan diproses.¹⁵¹ Barometer pemodal yang berhak memperoleh penyaluran *disgorgement fund* menurut POJK Nomor 65 /POJK.04/2020 adalah:

1. Pemodal yang dirugikan akibat tindakan pelaku melanggar peraturan pasar modal. Pasal 1 angka 2 POJK Nomor 65 /POJK.04/2020 *disgorgement* guna menarik kembali profit yang didapat ataupun kerugian yang dihindari secara ilegal oleh pihak terkait. Einer Elhauge di jurnalnya dengan judul *Disgorgement as an Antitrust Remedy* menjelaskan:¹⁵²

“Disgorgement of illicit profits does not cover the total harm because it excludes the harm created by either the deadweight loss or the umbrella effect on rival price.”

Einer Elhauge memaparkan secara lugas perihal risiko kerugian disebabkan fluktuasi nilai pasar ataupun *deadweight loss* tidak bisa melakukan klaim sebab kerugian tersebut tidak termasuk kerugian atas perilaku ilegal di pasar modal.

2. Pemodal yang merugi dapat menklaim pada kurun waktu yang sudah ditetapkan. Pasal 19 ayat (3) huruf c POJK Nomor 65/POJK.04/2020 mengatur tentang administrator bisa menciptakan *website* berisi waktu pengajuan klaim. Bila pemodal melaporkan klaim *disgorgement fund* setelah kurun waktu yang

¹⁵¹ Beimediahariini, OJK Kaji Skema “*Disgorgement Fund*”, tersedia di: <https://beimediahariini.wordpress.com/2019/02/22/ojk-kaji-skema-disgorgement-fund/> (24 Februari 2022).

¹⁵² Einer Elhauge, “*Disgorgement as An Antitrust Remedy*”. *Antitrust Law Journal*, Vol. 76 No.1 (Tahun 2009), h.95.

ditetapkan maka hak pemodal dianggap gugur. Ini bermaksud supaya proses pencatatan atas jumlah pemodal yang berhak diberikan kompensasi dari *disgorgement fund* dapat dikerjakan secara cepat dan efisien serta bisa dimintakan persetujuan ke OJK. Pada implementasinya pendistribusian *disgorgement fund* serupa dengan pengurusan *boedel pailit*¹⁵³ oleh kurator.

3. Pemodal yang dirugikan belum, sedang, ataupun tidak melakukan upaya hukum lain, serta belum mendapat ganti rugi dari pihak yang dikenakan *disgorgement* atas pelanggaran norma pasar modal yang sama kecuali ditetapkan lain oleh OJK.

Pasal 15 huruf b POJK Nomor 65/POJK.04/2020 distribusi *disgorgement fund* tidak dilakukan berulang kali. Oleh karena itu administrator harus memastikan bahwa pemodal yang mengajukan klaim belum, sedang, maupun tidak akan mengajukan upaya hukum lain serta belum mendapat ganti rugi dari pihak yang dijatuhi *disgorgement* atas kasus tersebut.

Barometer ini ialah kriteria umum tentang pemodal yang dapat diberikan *disgorgement fund* di Pasar Modal Indonesia menurut Pasal 15 hingga Pasal 19 POJK Nomor 65/POJK.04/2020. Selain itu, dapat pula merekomendasikan kepada OJK terkait kriteria investor secara khusus

¹⁵³ Tim Beranda Yusticia, *Kamus Istilah Hukum Superlengkap* (Yogyakarta:C-Klik Media, 2018), h.94.

Boedel pailit merupakan aset peninggalan maupun harta pusaka ataupun warisan oleh individu ataupun lembaga yang sudah dinyatakan pailit.

yang memenuhi syarat untuk mengajukan klaim yang kemudian harus dipublikasikan dalam *website* tentang dana kompensasi kerugian investor.

3.2.3. Mekanisme Penetapan, Penagihan, Pembayaran *Disgorgement*, dan Pendistribusian *Disgorgement Fund*

Di Indonesia, kewenangan OJK dalam menetapkan *disgorgement* berdasar Pasal 9 huruf d UUOJK yaitu memberikan perintah tertulis sesuai kewenangan pengaturan dan mengenakan kepada pihak di sektor jasa keuangan sesuai dengan kewenangan pengawasan. Pasal tersebut merupakan satu-satunya aturan yang melandasi OJK secara eksplisit dalam menerbitkan perintah *disgorgement* bagi pelanggar peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

Dalam menjatuhkan *disgorgement*, OJK dapat mengeluarkan perintah tersebut berdasarkan kewenangan sendiri bersamaan dengan dijatuhkannya sanksi administratif sehingga tidak perlu mengajukan gugatan perdata kepada pengadilan dan menunggu putusan pengadilan. Namun demikian, dalam POJK Nomor 65/POJK.04/2020 dan SEOJK Nomor 17/SEOJK.04/2021 tentang Pengembalian Keuntungan Tidak Sah dan Dana Kompensasi Kerugian Investor di Bidang Pasar Modal sama sekali tidak terdapat penjelasan mengenai prosedur penetapan *disgorgement* oleh OJK. Di Indonesia prosedur penetapan perintah *disgorgement* merupakan mekanisme internal yang dilakukan OJK setelah mengetahui adanya indikasi kuat pelanggaran pasar modal dengan

pedoman umumnya sebagaimana diatur dalam POJK Nomor 36/POJK.04/2018 tentang Tata Cara Pemeriksaan di Sektor Pasar Modal.

Berdasarkan Pasal 3 ayat (2) POJK Nomor 65/POJK.04/2020 disebutkan bahwa dalam penetapan harus mencantumkan paling sedikit hal-hal berikut:

1. Peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal yang dilanggar;
2. Waktu terjadinya setiap pelanggaran;
3. Ringkasan pelanggaran; dan
4. Jumlah Pengembalian Keuntungan Tidak Sah.

Jumlah *disgorgement* paling banyak sejumlah keuntungan yang diperoleh atau kerugian yang dihindari secara tidak sah/melawan hukum oleh pihak yang melakukan pelanggaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Setelah jumlah *disgorgement* telah ditetapkan, OJK dapat mengumumkan pengenaan *disgorgement* kepada masyarakat melalui laman resmi OJK.

Pembayaran *disgorgement* dilakukan melalui rekening khusus yang disediakan oleh OJK. Berdasarkan Romawi II angka 3 Nomor 17/SEOJK.04/2021 menjelaskan bahwa:

Untuk menampung pembayaran Pengembalian Keuntungan Tidak Sah, Penyedia Rekening Dana sebagaimana dimaksud pada angka 1 harus membuka rekening dana dalam bentuk:

1. Sub rekening efek pada Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian; atau
2. Tabungan pada bank umum konvensional atau syariah yang masuk kategori bank umum berdasarkan kegiatan usaha (BUKU) 4 sebagaimana dimaksud dalam peraturan Otoritas Jasa Keuangan mengenai kegiatan usaha dan jaringan kantor berdasarkan modal inti bank atau bank umum syariah yang terafiliasi dengan bank umum konvensional tersebut.

Pada Pasal 5 ayat (1) POJK Nomor 65/POJK.04/2020 menyebutkan pihak yang dikenakan *disgorgement* wajib membayar *disgorgement* kepada OJK paling lambat 30 (tiga puluh) hari setelah diterimanya penetapan *disgorgement* oleh pihak yang melakukan pelanggaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Dalam hal pihak yang dikenakan *disgorgement* tidak membayar dalam jangka waktu yang ditentukan, maka OJK memberikan surat teguran pertama untuk segera membayar perintah *disgorgement* beserta bunga penagihan *disgorgement* dalam jangka waktu paling lama 30 (tiga puluh) hari setelah berakhirnya jangka waktu pembayaran *disgorgement* sebagaimana dimaksud dalam surat perintah tertulis *disgorgement*.

Disgorgement fund baru dibentuk oleh OJK sekaligus menunjuk administrator yang bertugas menyusun rencana distribusi kepada OJK paling lambat 21 (dua puluh satu) hari kerja setelah ditunjuk.¹⁵⁴ Rencana distribusi tersebut harus memuat latar belakang *disgorgement fund*, kriteria investor yang berhak mengajukan klaim, tata cara pengajuan klaim, periode pengajuan klaim paling cepat 21 (dua puluh satu) hari dan paling lambat 90 (sembilan puluh), hari perhitungan jumlah kerugian riil, prosedur pendistribusian dana, biaya pengadministrasian dan pendistribusian dana.¹⁵⁵ Terhadap rencana distribusi yang disampaikan

¹⁵⁴ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Pasal 18 ayat (1).

¹⁵⁵ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Pasal 17.

administrator, OJK dapat menyetujui dengan atau tanpa perubahan.¹⁵⁶ Setelah rencana distribusi disetujui, selanjutnya administrator mengumumkan rencana distribusi pada situs web *disgorgement fund*.¹⁵⁷ Setiap pengajuan klaim dari investor harus diverifikasi oleh administrator¹⁵⁸ dan setelah diverifikasi, administrator membuat rencana pembayaran klaim dan menyampaikannya pada OJK paling lambat 5 (lima) hari kerja.¹⁵⁹ Apabila rencana pembayaran klaim investor disetujui, kemudian OJK memberikan instruksi pada Penyedia Rekening Dana untuk membayar *disgorgement fund* melalui pemindahbukuan ke rekening dana tiap-tiap investor paling lambat 3 (tiga) hari kerja setelah diinstruksikan.¹⁶⁰

3.2.4. Perbedaan *Disgorgement Fund* dengan Dana Perlindungan Pemodal oleh Indonesia *Securities Investor Protection Fund* (SIPF)

Securities Investor Protection Fund (SIPF) merupakan lembaga resmi Penyelenggara Dana Perlindungan Pemodal (PDPP) yang melindungi pemodal dari hilangnya aset pemodal di Indonesia

¹⁵⁶ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Pasal 18 ayat (2).

¹⁵⁷ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Pasal 19 ayat (3).

¹⁵⁸ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Pasal 20 ayat (1).

¹⁵⁹ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Pasal 22 ayat (1).

¹⁶⁰ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Pasal 18 ayat (2), ayat (3), dan ayat (4).

berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan.¹⁶¹ SIPF didirikan untuk melindungi aset investor di pasar modal dari kerugian yang disebabkan risiko kejahatan oleh karyawan atau manajemen perusahaan efek dan risiko kebangkrutan perusahaan efek.¹⁶² Namun lingkup perlindungan SIPF belum menjangkau penggantian kerugian investor akibat kejahatan di pasar modal seperti transaksi semu dan transaksi orang dalam. Pemodal yang mendapat perlindungan adalah nasabah dari Perantara Pedagang Efek (PPE) yang mengadministrasikan rekening efek nasabah dan Bank Kustodian.¹⁶³ Secara sederhana bisa diartikan bahwa dana perlindungan pemodal merupakan lembaga penjamin simpanan (LPS) dari industri pasar modal. Dana perlindungan pemodal memang memberikan ganti rugi kepada investor yang kehilangan asetnya, namun dana perlindungan pemodal berbeda dengan sistem *disgorgement fund* atau yang dijelaskan dalam POJK Nomor 65/POJK.04/2020. Beberapa perbedaan antara dana perlindungan pemodal dengan *disgorgement fund*:

¹⁶¹ Indonesia Stock Exchange, "Perlindungan Investor", tersedia di: <https://www.idx.co.id/investor/perindungan-investor/> (1 Maret 2022).

¹⁶² Dyah Ayu Purboningtyas dan Adya Prabandari, "Perlindungan Hukum Bagi Investor Pasar Modal Indonesia oleh *Securities Investor Protection Fund*". *Jurnal Notarius*, Vol.12 No.2 (2019), h.796.

¹⁶³ Indonesia SIPF, "Pemodal Yang Dilindungi", tersedia di: <https://www.indonesiasipf.co.id/uploads/media/bulletin/Edisi-2-Tahun-2014.pdf> (1 Maret 2022).

Tabel 1. Perbedaan Antara Dana Perlindungan Pemodal dan *Disgorgement Fund*

No	Faktor Pembeda	Dana Perlindungan Pemodal	<i>Disgorgement Fund</i>
1.	Keanggotaan	Dana perlindungan pemodal memiliki keanggotaan yang tetap. ¹⁶⁴	Dana kompensasi kerugian investor tidak memiliki keanggotaan yang tetap.
2.	Sumber Dana	Sumber dana berasal dari iuran yang dibayarkan secara rutin yaitu: ¹⁶⁵ a. Kontribusi dana awal dari Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, dan Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian;	Sumber dana berasal dari dana yang dihimpun dari pengenaan pengembalian keuntungan tidak sah kepada pihak yang melakukan pelanggaran

¹⁶⁴ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal Bab IV.

¹⁶⁵ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal Pasal 2.

		<p>b. Iuran keanggotaan yang nilainya ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan, yang terdiri dari iuran keanggotaan awal dan iuran keanggotaan tahunan;</p> <p>c. Dana yang diperoleh Dana perlindungan pemodal dari Kustodian sebagai pengganti dari Pemodal sebagai pelaksanaan hak subrogasi;</p> <p>d. Hasil investasi Dana Perlindungan Pemodal; dan</p> <p>e. Sumber lain yang ditetapkan oleh Otoritas Jasa Keuangan.</p>	<p>terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal dengan tujuan untuk diadministrasikan dan didistribusikan kepada pihak yang dirugikan atas pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.</p>
--	--	--	--

3.	Pengurus	Dana Perlindungan Modal diurus dan dikelola oleh Penyelenggara Dana Perlindungan Modal yaitu Indonesia SIPF. ¹⁶⁶	Dana kompensasi kerugian investor dikelola oleh seorang administrator. ¹⁶⁷
4.	Pengelolaan Dana	Harta kekayaan dari Dana Perlindungan Pemodal bisa diinvestasikan hanya pada Surat Berharga Negara dan/atau deposito pada bank yang dimiliki Pemerintah Republik Indonesia. ¹⁶⁸	Dana kompensasi kerugian investor harus langsung didistribusikan kepada para investor yang dirugikan.
5.	Investor yang berhak mendapatkan dana tersebut	Pemodal yang memenuhi persyaratan sebagai berikut: ¹⁶⁹ a. Menitipkan asetnya dan memiliki rekening	Investor yang dirugikan karena pihak tertentu melakukan tindak pidana

¹⁶⁶ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal Pasal 5.

¹⁶⁷ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Tentang Pengembalian Keuntungan Tidak Sah dan Dana Kompensasi Kerugian Investor di Bidang Pasar Modal Pasal 1 angka 5.

¹⁶⁸ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal Pasal 8.

¹⁶⁹ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal Pasal 21.

		<p>Efek pada Kustodian;</p> <p>b. Dibukakan Sub Rekening Efek pada Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian oleh Kustodian; dan</p> <p>c. Memiliki nomor tunggal identitas pemodal dari Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian.</p>	<p>di bidang pasar modal. Investor tersebut mengajukan klaim selama jangka waktu yang telah ditentukan,¹⁷⁰ serta investor tersebut belum dan tidak akan mengajukan upaya hukum lain atau belum mendapatkan kompensasi.¹⁷¹</p>
6.	Batasan jumlah uang yang akan diberikan	<p>a. Rp. 100.000.000 untuk setiap pemodal pada satu kustodian</p> <p>b. Rp. 50.000.000.000</p>	<p>Di dalam POJK tentang Pengembalian Keuntungan</p>

¹⁷⁰ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65/POJK.04/2020 Tentang Pengembalian Keuntungan Tidak Sah dan Dana Kompensasi Kerugian Investor di Bidang Pasar Modal Pasal 19 ayat 3.

¹⁷¹ Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 65 /POJK.04/2020 Tentang Pengembalian Keuntungan Tidak Sah dan Dana Kompensasi Kerugian Investor di Bidang Pasar Modal Pasal 15 huruf b.

		untuk setiap kustodian. ¹⁷²	Tidak Sah dan Dana Kompensasi Kerugian Investor di Bidang Pasar Modal tidak dijelaskan mengenai apakah terdapat batasan dana yang akan didistribusikan kepada investor.
--	--	--	---

Sumber : Gladys Fiona Tantiani, Tinjauan Yuridis Terhadap *Disgorgement Fund* sebagai Bentuk Perlindungan Bagi Investor Pasar Modal Indonesia Berdasarkan POJK Nomor 65/POJK.04/2020 tentang Pengembalian Keuntungan Tidak Sah Dan Dana Kompensasi Kerugian Investor Di Bidang Pasar Modal (Sumatera Utara:Universitas Sumatera Utara, 2021), 52-55.

¹⁷² Bursa Efek Indonesia, "Perlindungan Investor", tersedia di: <https://www.idx.co.id/investor/perlindungan-investor/> (10 Februari 2022).

3.2.5. Perbandingan Penerapan *Disgorgement* dan *Disgorgement Fund* di Pasar Modal Indonesia dan Amerika Serikat

Indonesia dalam proses penyusunan POJK Nomor 65/POJK.04/2020 menjadikan Amerika Serikat sebagai negara rujukan dalam globalisasi ekonomi yang menimbulkan akibat yang besar pada bidang hukum. Internasionalisasi pasar modal telah berkembang sangat cepat sehingga perdagangan global terjadi terus-menerus dan memerlukan adanya peraturan pasar modal yang *comparable* dalam *global market*. Dalam rangka pembaharuan Undang-Undang Pasar Modal, peraturan pasar modal Amerika Serikat yakni *Securities Act of 1933* dan *Securities Exchange Act of 1934* telah menjadi pusat perhatian. Beberapa negara mengambil pola peraturan Pasar Modal Amerika Serikat dalam rangka menciptakan pasar yang efisien.

Tidak terkecuali OJK yang pada awal tahun 2019 menggagas pembentukan kebijakan baru mengenai *disgorgement* dan *disgorgement fund*. Terdapat dua faktor yang mendorong OJK untuk mengambil langkah tersebut. Pertama, *disgorgement fund* telah menjadi praktik di lingkup internasional. Kedua, telah banyak keluhan dan masukan dari pihak yang dirugikan agar OJK lebih melindungi investor.¹⁷³ Walaupun begitu aturan *disgorgement* di Amerika Serikat memiliki beberapa perbedaan dengan

¹⁷³ Dwi Nicken Tari, "OJK Wacanakan Pemberian Ganti Rugi kepada Investor Akibat Tindak Pidana", tersedia di: <https://market.bisnis.com/read/20190219/7/890532/ojk-wacanakan-pemberian-gantirugi-kepada-investor-akibat-tindak-pidana-#> (21 Februari 2022).

aturan *disgorgement* dan *disgorgement fund* di Indonesia. Perbedaan keduanya dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 2. Perbandingan Penerapan *Disgorgement* dan *Disgorgement Fund* di Pasar Modal Indonesia dan Amerika Serikat

No	Perbedaan	Amerika Serikat	Indonesia
1.	Pengertian <i>disgorgement</i>	Upaya penegakan hukum perdata berupa <i>equitable remedy</i> (perbaikan/pemulihan yang adil) untuk mengambil kembali keuntungan yang tidak sepatasnya diperoleh pelaku kejahatan dan mencegah terjadinya pelanggaran terhadap undang-undang atau peraturan sekuritas.	Upaya memberikan Perintah kepada pihak yang melakukan pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal untuk mengembalikan sejumlah keuntungan yang diperoleh/kerugian yang dihindari secara tidak sah/melawan hukum.
2.	Kewenangan untuk menetapkan <i>disgorgement</i>	Penetapan <i>disgorgement</i> merupakan kewenangan SEC. Hal ini diatur dalam Undang-Undang	Penetapan <i>disgorgement</i> menjadi kewenangan OJK. Hal ini diatur dalam

		(<i>Securities Act of 1933</i> dan <i>Securities Exchange Act of 1934</i>).	POJK Nomor 65/POJK.04/2020.
3.	Jangka waktu pembayaran <i>disgorgement</i>	Pembayaran <i>disgorgement</i> , bunga, dan <i>penalties</i> (denda) selambat-lambatnya 21 hari setelah adanya perintah, kecuali ditentukan lain.	Pihak yang dikenakan <i>disgorgement</i> wajib membayar kepada OJK paling lambat 30 hari setelah diterimanya penetapan <i>disgorgement</i> .
4.	Cara pembayaran <i>disgorgement</i>	Cara pembayaran dilakukan melalui wesel pos Amerika Serikat, transfer, <i>certified check</i> , <i>bank cashier's check</i> , atau wesel bank, yang dibayarkan kepada kantor yang ditunjuk oleh SEC. Pembayaran disertai dengan surat yang mengidentifikasi nama dan nomor kasus,	Tata cara pembayaran <i>disgorgement</i> akan dibuat oleh Administrator yang ditunjuk OJK. Mengenai penunjukan Administrator, OJK menetapkan syarat yang akan diatur lebih lanjut dalam SEOJK Nomor 17/SEOJK.04.2021.

		serta nama responden yang melakukan pembayaran.	
--	--	---	--

Sumber : Zulfa Majida Rifanda, *Disgorgement sebagai Upaya Perlindungan Hukum bagi Investor Pasar Modal di Indonesia* (Yogyakarta:Universitas Islam Indonesia, 2020), 80-82.

3.2.6. Kelebihan dan Kelemahan *Disgorgement Fund* dalam Memberikan Perlindungan bagi Investor di Pasar Modal Indonesia

Keberadaan pasar modal menyebabkan semakin maraknya kegiatan ekonomi sebab kebutuhan keuangan (*financial need*) pelaku kegiatan ekonomi, baik perusahaan-perusahaan swasta, individu maupun pemerintah dapat diperoleh melalui pasar modal.¹⁷⁴ Namun dengan dimasukkannya kebijakan hukum pidana dalam UUPM ternyata belum efektif dan masih saja banyak terjadi tindak pidana pasar modal. Apabila terjadi pelanggaran ketentuan di bidang pasar modal maka OJK sebagai penyidik akan melakukan pemeriksaan terhadap pihak yang melakukan pelanggaran tersebut, hingga bila memang terbukti maka OJK akan menetapkan sanksi kepada pelaku tersebut.¹⁷⁵ Kemudian kasus tersebut selesai, tidak ada kejelasan mengenai uang investasi dari investor yang telah dirugikan. Tidak ada perlindungan terhadap investor di pasar modal yang kehilangan uangnya karena tindak pidana yang dilakukan oleh

¹⁷⁴ Adrian Sutedi, *Op. Cit*, h.131.

¹⁷⁵ Mas Rahmah, *Op. Cit*, h.54-56

pelaku, dan pelaku tidak ada yang merasa jera karena sanksi yang diberikan sangat ringan.

Namun sekarang sudah diadopsi sistem *disgorgement fund* yang diatur dalam POJK Nomor 65/POJK.04/2020 sehingga nasib investor yang dirugikan tersebut sudah memiliki kejelasan sehingga pasar modal tidak lagi menjadi tempat yang menakutkan bagi investor. Berikut adalah beberapa kelebihan dari *disgorgement fund* untuk memberikan perlindungan bagi investor pasar modal Indonesia yang berdasarkan POJK Nomor 65/POJK.04/2020 yaitu:

1. Dana kompensasi kerugian investor akan memulihkan kerugian dari investor karena kecurangan yang dilakukan pelaku pasar modal. Pengembalian keuntungan tidak sah merupakan suatu upaya untuk memulihkan kerugian investor di pasar modal. Pengenaan pengembalian keuntungan tidak sah menjadi sebuah jawaban dari keluhan para investor yang menjadi korban kecurangan di pasar modal. Sehingga dengan adanya pengenaan pengembalian keuntungan tidak sah maka investor bisa sedikit lega bahwa pelaku tidak akan menikmati uang dari hasil yang ilegal tersebut dan akhirnya dibentuk dana kompensasi kerugian investor. Dana kompensasi kerugian investor inilah yang nantinya akan didistribusikan kepada para investor yang menjadi korban dan telah mengajukan klaim sesuai dengan peraturan yang berlaku.

Bagi investor yang tidak ingin diam saja maka gugatan perdata saja bisa menjadi satu-satunya senjata yang bisa digunakan.¹⁷⁶

Namun untuk mengajukan gugatan perdata, banyak hal yang perlu dipersiapkan seperti uang untuk menyewa pengacara dan prosesnya yang cukup menyita waktu. Makanya jarang ada investor yang akan mengajukan gugatan perdata apabila mengalami kerugian di bidang pasar modal. Hal ini membuat pengadopsian sistem *disgorgement fund* menjadi pilihan yang tepat bagi perlindungan investor di Pasar Modal Indonesia karena investor merupakan kunci perputaran roda pasar modal.

2. Tingkat kejahatan di pasar modal Indonesia bisa menurun dengan pembentukan sistem *disgorgement fund*. Pengenaan pengembalian keuntungan tidak sah ini merupakan ancaman agar memberikan efek jera kepada para pelaku kejahatan di pasar modal. Walaupun dalam POJK Nomor 65/POJK.04/2020 tidak menyatakan dengan jelas berapa jumlah pengembalian keuntungan tidak sah yang akan dikenakan, namun pelaku akan berpikir dua kali untuk melakukan kejahatan di pasar modal. Selama ini pelaku kejahatan pasar modal hanya diberikan sanksi pidana atau sanksi administratif yang ringan saja, apabila ada investor yang mengajukan gugatan perdata, pelaku hanya mengganti rugi dalam jumlah yang kecil saja. Sehingga selama ini

¹⁷⁶ Undang-Undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 111.

pelaku kejahatan di pasar modal tidak mendapat efek jera. Tetapi dengan dibentuknya POJK Nomor 65/POJK.04/2020 diharapkan bahwa angka kejahatan di pasar modal Indonesia bisa menurun.

3. Sistem *disgorgement fund* bisa menjaga integritas dari Pasar Modal Indonesia. Kepercayaan dan kredibilitas pasar merupakan hal utama yang harus tercermin dari keberpihakan sistem hukum pasar modal. Perlindungan terhadap investor merupakan titik krusial dalam kegiatan di pasar modal.¹⁷⁷ Pada umumnya kejahatan di pasar modal merupakan *white collar crime* dimana kejahatan tersebut dilakukan oleh orang yang mempunyai jabatan atau dengan konotasi berpakaian rapi.¹⁷⁸

Walaupun konsep *disgorgement fund* memang cukup bagus dan mengisi kekosongan hukum mengenai pengenaan sanksi dan pengembalian kerugian investor namun tidak bisa dipungkiri bahwa *disgorgement fund* juga masih memiliki beberapa kelemahan yang harus dikaji kembali agar tidak ada celah bagi pelaku kejahatan. Beberapa kelemahan *disgorgement fund* untuk memberikan perlindungan bagi investor pasar modal Indonesia yang berdasarkan POJK Nomor 65/POJK.04/2020 yaitu:

1. Pihak yang dikenakan pengembalian keuntungan tidak sah bisa saja merugikan investor. Seperti yang sudah dijelaskan pada bab

¹⁷⁷ Mohammad Irsan Nasarudin, *et.al.*, *Op. Cit*, h.278.

¹⁷⁸ Firman Firdausi dan Asih Widi Lestari, "Eksistensi 'White Collar Crime' Di Indonesia:Kajian Kriminologi Menemukan Upaya Preventif". *Jurnal Reformasi*, Vol. 6 No. 1 (2016), h.87.

sebelumnya bahwa ada beberapa pihak yang bisa dikenakan pengembalian keuntungan tidak sah oleh OJK. Salah satunya adalah pihak emiten, dimana apabila pihak emiten melakukan kejahatan pasar modal (*fraud*¹⁷⁹) maka emiten tersebut akan dikenakan pengembalian keuntungan tidak sah. Namun menurut teori fiksi badan hukum menurut Von Savigny bahwa badan hukum hanyalah buatan negara/pemerintah dimana badan hukum itu suatu fiksi yang sebenarnya tidak ada tetapi orang menghidupkannya dalam bayangannya. Dengan kata lain sebenarnya hanya manusia yang merupakan subjek hukum, tetapi orang menciptakan dalam bayangannya badan hukum selaku subjek hukum yang diperhitungkan sama dengan manusia. Jadi orang bersikap seolah-olah ada subjek hukum lain, tetapi wujud yang tidak riil, tidak dapat melakukan perbuatan-perbuatan, sehingga yang melakukan adalah manusia sebagai wakil-wakilnya.¹⁸⁰

Hal ini menunjukkan bahwa sebuah emiten merupakan badan hukum yang dianggap suatu yang fiksi atau tidak ada, sehingga tidak mungkin emiten itu melakukan kejahatan pasar modal tetapi orang-orang di dalamnya yang melakukan kejahatan pasar modal. Sehingga emiten yang sebenarnya merupakan sesuatu yang fiksi

¹⁷⁹ Tim Beranda Yusticia, *Op.Cit*, h.212.

Fraud adalah kecurangan atau penipuan atau memperdayakan.

¹⁸⁰ Mulhadi, *Hukum Perusahaan: Bentuk-Bentuk Badan Usaha di Indonesia* (Bogor: Ghalia Indonesia, 2010), h.77.

harus menyetorkan dana pengembalian keuntungan tidak sah. Pada akhirnya, emiten tersebut membayar pengembalian keuntungan tidak sah dengan uang dari perusahaan itu sehingga akan membebani laporan keuangan perusahaan di tahun yang bersangkutan. Otomatis, laba perusahaan akan berkurang dari seharusnya, sehingga investor emiten tersebut juga yang akan dirugikan.

Pengenaan pengembalian keuntungan tidak sah kepada emiten ini dinilai kurang tepat sasaran, dimana harusnya pengembalian keuntungan tidak sah dikenakan kepada orang yang menjadi wakil dari perusahaan tersebut yaitu direksi dan komisaris. Sehingga, perlu ada aturan bahwa direksi maupun komisaris wajib bertanggung jawab penuh hingga ke harta pribadi mereka untuk membayar pengembalian keuntungan tidak sah.¹⁸¹

2. Sulitnya pembuktian kejahatan di pasar modal. UUPM telah membuat sanksi yang beragam dengan ancaman hukuman yang lebih berat. Langkah ini diambil agar dapat menegakkan hukum di pasar modal sehingga dapat terciptanya pasar modal yang aman, adil dan tertib. Namun fenomena kejahatan di bidang pasar modal masih sering terjadi, hal ini dikarenakan sulit beban pembuktiannya, terutama untuk kegiatan manipulasi pasar dan perdagangan orang dalam (*insider trading*). *Insider trading*

¹⁸¹ Kontan.co.id, "Aturan *disgorgement fund* bakal rugikan Investor", tersedia di: <https://investasi.kontan.co.id/news/aturan-disgorgement-fund-bakal-rugikan-investor-jika> (3 Maret 2022).

merupakan gambaran atas penyalahgunaan kekuasaan dan kesempatan yang ada (*abuse of privilege*), pelanggaran terhadap kepercayaan dan tanggung jawab guna memperoleh keuntungan dengan cepat.¹⁸²

3. Ketidakmampuan pihak yang dikenakan *disgorgement* untuk membayarnya. Tentu suatu hal yang lumrah apabila pihak yang dikenakan *disgorgement* tidak mampu untuk membayarnya baik secara tunai maupun aset-aset yang dimilikinya. Dalam Pasal 9 POJK Nomor 65/POJK.04/2020, apabila pihak yang dikenakan pengembalian keuntungan tidak sah tidak melakukan pembayaran seluruh jumlah pengembalian keuntungan tidak sah maka OJK dapat melakukan tindakan:
 - a. Memproses lebih lanjut ke tahap penyidikan sesuai dengan ketentuan Pasal 54 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan;¹⁸³

¹⁸² Jusuf Anwar, *Pasar Modal Sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi*, (Bandung:Alumni, 2007), h.109-110.

¹⁸³ Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan Pasal 54 menyatakan:

(1) Setiap Orang yang dengan sengaja mengabaikan dan/atau tidak melaksanakan perintah tertulis sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 huruf d atau tugas untuk menggunakan pengelola *statuter* sebagaimana dimaksud dalam Pasal 9 huruf f, dipidana dengan pidana penjara paling singkat 2 (dua) tahun dan pidana denda paling sedikit Rp5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah) atau pidana penjara paling lama 6 (enam) tahun dan pidana denda paling banyak Rp15.000.000.000,00 (lima belas miliar rupiah).

(2) Apabila pelanggaran sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dilakukan oleh korporasi, korporasi dipidana dengan pidana denda paling sedikit Rp15.000.000.000,00 (lima belas miliar rupiah) atau paling banyak Rp45.000.000.000,00 (empat puluh lima miliar rupiah).

- b. Mengajukan gugatan sesuai dengan ketentuan Pasal 30 Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan;¹⁸⁴ dan/atau
- c. Mengajukan permohonan pernyataan kepailitan sesuai dengan ketentuan perundang-undangan mengenai kepailitan dan penundaan kewajiban pembayaran utang.

Hal seperti ini membuat konsep pengembalian kerugian investor melalui dana kompensasi kerugian investor yang semula diperkirakan mudah dan tidak memakan waktu yang lama, akan menjadi sebaliknya.

3.3. Sanksi bagi Pelaku *Insider Trading* di Pasar Modal Indonesia

Penegakan hukum merupakan suatu usaha untuk mewujudkan ide-ide tentang kepastian hukum, kemanfaatan sosial, dan keadilan menjadi kenyataan.¹⁸⁵ Penegakan hukum disini maksudnya adalah

¹⁸⁴ Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan Pasal 30 menyatakan:

(1) Untuk perlindungan Konsumen dan masyarakat, OJK berwenang melakukan pembelaan hukum, yang meliputi:

a. memerintahkan atau melakukan tindakan tertentu kepada Lembaga Jasa Keuangan untuk menyelesaikan pengaduan Konsumen yang dirugikan Lembaga Jasa Keuangan dimaksud;

b. mengajukan gugatan:

1. untuk memperoleh kembali harta kekayaan milik pihak yang dirugikan dari pihak yang menyebabkan kerugian, baik yang berada di bawah penguasaan pihak yang menyebabkan kerugian dimaksud maupun di bawah penguasaan pihak lain dengan itikad tidak baik; dan/atau

2. untuk memperoleh ganti kerugian dari pihak yang menyebabkan kerugian pada Konsumen dan/atau Lembaga Jasa Keuangan sebagai akibat dari pelanggaran atas peraturan perundangundangan di sektor jasa keuangan.

(2) Ganti kerugian sebagaimana dimaksud ayat (1) huruf b angka 2 hanya digunakan untuk pembayaran ganti kerugian kepada pihak yang dirugikan.

¹⁸⁵ Wahyu Hidayatullah, et.al. *Konsep Kriminalisasi Penegakan Hukum terhadap Pembeli Aktif Illegal Obat Keras Daftar 'G' Jenis Trihexyphenidil* (Surabaya:Media Luris, 2020), h.67.

memberikan sanksi tegas terhadap pelanggaran rambu-rambu hukum di bidang pasar modal yang dilakukan oleh para pelaku pasar modal terkait, baik berupa sanksi pidana, sanksi perdata, maupun sanksi administratif. Penerapan sanksi pidana diatur dalam Pasal 95 hingga Pasal 98 UUPM. Sedangkan sanksi perdata dapat berdasarkan pada Pasal 111 UUPM, Pasal 1243 KUHPer, dan Pasal 61 ayat (1) UUPT. Lalu untuk penerapan sanksi administratif diatur oleh peraturan pemerintah yaitu Pasal 63 dan Pasal 64 Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Pasar Modal.

3.3.1. Penerapan Sanksi Pidana

Pasal 1 angka 23 UUPM menjelaskan bahwa pihak adalah orang perorangan, perusahaan, usaha bersama, asosiasi, atau kelompok yang terorganisasi.¹⁸⁶ Oleh karenanya dalam *insider trading* ini subjek tindak pidana dapat berupa perorangan (individu) maupun badan hukum (korporasi). *Insider trading* yang dilakukan secara individu diatur dalam UUPM terdapat 3 (tiga) pasal yang terkait, yaitu Pasal 95, Pasal 96, dan Pasal 97 UUPM. Sedangkan *insider trading* yang dilakukan secara korporasi diatur dalam Pasal 98 UUPM. Adapun penjelasan dari pasal-pasal tersebut adalah sebagai berikut:¹⁸⁷

1. Pasal 95

Orang dalam dari emiten atau perusahaan publik yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas efek: 1) emiten atau

¹⁸⁶ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Pasal 1 angka 23.

¹⁸⁷ Ardian Junaedi, "Tindak Pidana *Insider Trading* dalam Praktik Pasar Modal Indonesia", *Media Juris*, Vol.3 No.3 (Oktober 2020), h.304-306.

perusahaan publik dimaksud; atau 2) perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten atau perusahaan publik yang bersangkutan.

Adapun unsur-unsur yang terdapat dalam Pasal 95 UUPM adalah sebagai berikut:

- a. Orang dalam dari emiten atau Perusahaan Publik disini berarti subyek hukum yaitu setiap orang dari emiten atau pribadi dapat bertanggungjawab dan cakap hukum sesuai dengan peraturan perundang-undangan serta badan hukum.
- b. Yang mempunyai informasi orang dalam, yang dimaksud dengan yang mempunyai informasi orang dalam adalah komisaris, direktur, atau pegawai emiten, pemegang saham utama emiten yang karena kedudukan atau fungsinya terdapat kemungkinan memperoleh segala informasi yang berkaitan dengan perusahaan.
- c. Dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas efek, artinya tidak diperbolehkannya semua bentuk transaksi yang terjadi antara emiten atau Perusahaan Publik dan perusahaan lain.
- d. Huruf a, emiten dan Perusahaan Publik yang dimaksud adalah larangan bagi orang dalam untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek emiten atau Perusahaan Publik yang bersangkutan didasarkan atas pertimbangan bahwa kedudukan orang dalam seharusnya mendahulukan kepentingan emiten, Perusahaan Publik, atau pemegang saham secara keseluruhan termasuk di dalamnya untuk tidak menggunakan informasi orang dalam untuk kepentingan diri sendiri atau pihak lain.
- e. Huruf b, perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten atau Perusahaan Publik yang bersangkutan adalah di samping larangan yang tercantum dalam huruf a, orang dalam dari suatu emiten atau Perusahaan Publik yang melakukan transaksi dengan perusahaan lain juga dikenakan larangan untuk melakukan transaksi atas efek dari perusahaan lain tersebut, meskipun yang bersangkutan bukan rang dalam dari perusahaan lain tersebut. Hal ini karena informasi mengenai perusahaan lain tersebut lazimnya diperoleh karena kedudukannya pada emiten atau Perusahaan Publik yang melakukan transaksi dengan perusahaan lain tersebut.

2. Pasal 96

Orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dilarang: 1) mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek dimaksud; atau 2) memberi informasi orang dalam kepada pihak manapun yang patut diduga dapat menggunakan informasi dimaksud untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek.

Adapun unsur-unsur yang terdapat dalam Pasal 96 UUPM adalah sebagai berikut:

- a. Orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dilarang mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian dan/atau penjualan atas efek dari emiten atau Perusahaan Publik yang bersangkutan dimaksudkan bahwa walaupun orang dalam dimaksud tidak memberikan informasi yang bersifat eksklusif kepada pihak lain, namun terdapat pula larangan untuk tidak mempengaruhi keputusan pihak lain karena hal ini dapat mendorong pihak lain untuk melakukan pembelian atau penjualan efek berdasarkan informasi orang dalam.
- b. Orang dalam dilarang memberikan informasi orang dalam kepada pihak lain yang diduga akan menggunakan informasi tersebut untuk melakukan pembelian dan atau penjualan efek. Dengan demikian, orang dalam mempunyai kewajiban untuk berhati-hati dalam menyebarkan informasi agar informasi tersebut tidak disalahgunakan oleh pihak yang menerima informasi tersebut untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek.

3. Pasal 97

- a. Ayat (1), setiap pihak yang berusaha untuk memperoleh informasi orang dalam dari rang dalam secara melawan hukum dan kemudian memperolehnya dikenakan larangan yang sama dengan larangan yang berlaku bagi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96. Artinya, mereka dilarang untuk melakukan transaksi atas efek yang bersangkutan, serta dilarang mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian dan/atau penjualan atas efek tersebut atau memberikan informasi orang dalam tersebut kepada pihak lain yang patut diduga akan menggunakan informasi tersebut untuk melakukan pembelian dan penjualan efek.
- b. Ayat (2) dijelaskan bahwa setiap pihak yang berusaha untuk memperoleh informasi orang dalam dan

kemudian memperolehnya tanpa melawan hukum tidak dikenakan larangan yang berlaku bagi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96, sepanjang informasi tersebut disediakan oleh emiten atau Perusahaan Publik tanpa pembatasan. Artinya, setiap orang yang memperoleh informasi secara tanpa melawan hukum tidak dikenakan sanksi.

4. Pasal 98

Perusahaan efek yang memiliki informasi orang dalam mengenai emiten atau Perusahaan Publik dilarang melakukan transaksi efek emiten atau Perusahaan Publik tersebut kecuali apabila: 1) transaksi tersebut dilakukan bukan atas tanggungannya sendiri, tetapi atas perintah nasabahnya; dan 2) perusahaan efek tersebut tidak memberikan rekomendasi kepada nasabahnya mengenai efek yang bersangkutan. Ketentuan pasal ini memberikan kemungkinan perusahaan efek untuk melakukan transaksi efek semata-mata untuk kepentingan nasabahnya karena salah satu kegiatan perusahaan efek adalah sebagai Perantara Perdagangan Efek yang wajib melayani nasabahnya dengan sebaik-baiknya. Dalam melaksanakan transaksi efek dimaksud, perusahaan efek tidak memberikan rekomendasi apapun kepada nasabahnya tersebut. Apabila larangan dalam pasal ini dilanggar, perusahaan efek melanggar ketentuan orang dalam sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96.

Bagi yang melanggar pasal tersebut akan dikenakan sanksi berdasarkan Pasal 104 dan Pasal 108 UUPM yang mengancam setiap pihak yang terbukti melakukan tindak pidana di bidang pasar modal diancam hukuman pidana penjara dan denda. Dijelaskan dalam Pasal 104 UUPM bahwa setiap pihak yang melanggar ketentuan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 90, Pasal 91, Pasal 92, Pasal 93, Pasal 95, Pasal 96, Pasal 97 ayat (1), dan Pasal 98 diancam dengan pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda paling banyak Rp 15.000.000.000,-. Selain itu, unsur-unsur yang terdapat pada Pasal 95,

Pasal 96, dan Pasal 97 UUPM secara garis besar dapat pula dikombinasikan dengan ketentuan dalam Pasal 323 ayat (1) dan ayat (2) KUHP mengenai tindak pidana pembocoran rahasia/perbuatan membuka rahasia. Pasal 323 ayat (1) menjelaskan barangsiapa dengan sengaja menyiarkan hal ihwal istimewa tentang sesuatu perusahaan perniagaan, kerajinan atau pertanian, tempat ia bekerja atau tempat ia dahulu bekerja, sedang isinya diwajibkan merahasiakan hal ihwal itu, dihukum penjara selama-lamanya sembilan bulan atau denda sebanyak-banyaknya Rp 9.000,-.¹⁸⁸ Sedangkan Pasal (2) menjelaskan penuntutan hanya dilakukan atas pengaduan pengurus perusahaan itu.¹⁸⁹

3.3.2. Penerapan Sanksi Perdata

Dampak *insider trading* yang menimbulkan kerugian bagi para investor yang dapat dihitung secara materiil, sehingga dapat memunculkan kewajiban pembayaran ganti rugi dengan nominal tertentu. Investor diberikan kesempatan untuk mengajukan gugatan perdata ketika mengalami kerugian yang disebabkan terjadinya pelanggaran hukum pasar modal, termasuk *insider trading*. Gugatan tersebut dapat berdasarkan hal berikut:

1. Gugatan berdasarkan perbuatan melawan hukum. Pasal 111 UUPM menyatakan bahwa setiap pihak yang menderita kerugian sebagai akibat dari pelanggaran atas undang-undang ini dan/atau peraturan pelaksanaannya dapat menuntut ganti rugi, baik sendiri-

¹⁸⁸ Kitab Undang-Undang Hukum Pidana Pasal 323 ayat (1).

¹⁸⁹ Kitab Undang-Undang Hukum Pidana Pasal 323 ayat (2).

sendiri maupun bersama-sama dengan pihak lain yang memiliki tuntutan yang serupa, terhadap pihak atau pihak-pihak yang bertanggungjawab atas pelanggaran tersebut.¹⁹⁰ Pasal ini bersemangat sama dengan Pasal 1365 KUH Perdata mengenai perbuatan melawan hukum bahwa tiap perbuatan yang melawan hukum dan membawa kerugian kepada orang lain mewajibkan orang yang menimbulkan kerugian itu karena kesalahannya untuk menggantikan kerugian tersebut.¹⁹¹

2. Gugatan berdasarkan adanya tindakan wanprestasi atas suatu perjanjian. Wanprestasi diatur dalam Pasal 1243 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (KUHP) yaitu penggantian biaya, kerugian dan bunga karena tidak dipenuhinya suatu perikatan mulai diwajibkan, bila debitur, walaupun telah dinyatakan lalai, tetap lalai untuk memenuhi perikatan itu, atau jika sesuatu yang harus diberikan atau dilakukannya hanya dapat diberikan atau dilakukannya dalam waktu yang melampaui waktu telah ditentukan.¹⁹² Gugatan berdasarkan wanprestasi mensyaratkan adanya pelanggaran terhadap pasal-pasal perjanjian yang pernah dibuat oleh para pihak (baik secara lisan maupun tulisan). Adapun yang dimaksud dengan wanprestasi adalah:¹⁹³

- a. Tidak melakukan apa yang disanggupi akan dilakukannya;

111. ¹⁹⁰ Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal Penjelasan Pasal

¹⁹¹ Kitab Undang-Undang Hukum Perdata Pasal 1365.

¹⁹² Kitab Undang-Undang Hukum Perdata Pasal 1243.

¹⁹³ Subekti, *Hukum Perjanjian* (Jakarta: Internusa, 1987), h.45.

- b. Melaksanakan apa yang dijanjikannya, tetapi tidak sebagaimana dijanjikan;
 - c. Melakukan apa yang dijanjikan, tetapi terlambat; dan
 - d. Melakukan sesuatu yang menurut perjanjian tidak boleh dilakukan.
3. Gugatan derivatif atau *derivatif action* yaitu dilakukan oleh para pemegang saham untuk dan atas nama perseroan.¹⁹⁴ Pasal 61 ayat (1) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) memberikan hak bagi setiap pemegang saham untuk mengajukan gugatan terhadap perseroan apabila dirugikan karena tindakan perseroan yang dianggap tidak adil dan tanpa alasan wajar sebagai akibat keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), direksi, dan/atau dewan komisaris.¹⁹⁵ Melalui gugatan derivatif, pemegang saham minoritas diberikan hak untuk mengambil tindakan luar biasa melalui pengadilan dengan tujuan agar hak-hak perseroan dapat dipulihkan dan/atau tidak dirugikan terutama oleh tindakan yang dilakukan oleh direksi. Hal ini dikarenakan untuk perseroan terbuka, kerugian pemegang saham dapat dipicu oleh merosotnya nilai saham yang disebabkan adanya tindakan direksi yang merugikan perseroan. Ketika tuntutan diajukan melalui gugatan derivatif maka pemulihan atau ganti rugi akan dibayarkan kepada

¹⁹⁴ Munir Fuady, *Perseroan Terbatas, Paradigma Baru* (Bandung: Bina Cipta, 2003), h.70.

¹⁹⁵ Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas Pasal 61 ayat (1).

perseoran, sedangkan pemegang saham hanya menerima manfaat dalam bentuk meningkatnya harga saham.¹⁹⁶

Dalam gugatan derivatif yang ada di Indonesia mensyaratkan kepemilikan minimal 10 persen dari pemegang saham. Substansi gugatan derivatif yang mensyaratkan hanya dapat dilakukan oleh 1/10 persen pemegang saham diartikan bahwa pemegang saham yang kurang dari 1/10 itu tidak berhak menggugat direksi, dewan komisaris, dan pemegang saham mayoritas. Alasan praktis untuk menggunakan instrumen gugatan derivatif atas kerugian yang dialami perusahaan akibat kesalahan direksi setidaknya adalah sebagai berikut:¹⁹⁷

- a. Menghindari gugatan diajukan berkali-kali oleh berbagai pemegang saham;
- b. Gugatan derivatif menjamin bahwa semua pemegang saham yang mengalami kerugian akan mendapat manfaat secara proporsional dari ganti rugi yang dibayarkan kepada perseroan; dan
- c. Melindungi kreditor dan pemegang saham utama terhadap pengalihan asset perseroan secara langsung kepada pemegang saham penggugat.

Gugatan derivatif pada dasarnya melibatkan 2 (dua) tuntutan yang terpisah, yaitu tuntutan pokok dari perseroan terhadap pihak ketiga (direksi) dan tuntutan bahwa pemegang saham harus diizinkan untuk bertindak mewakili atau atas nama perseroan.

Selain itu ada beberapa hal yang patut diperhatikan karena

¹⁹⁶ Taqiyuddin Kadir, *Gugatan Derivatif, Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas* (Jakarta:Sinar Grafika, 2017), h.22.

¹⁹⁷ Dhaniswara K Harjono, *Gugatan Derivatif dalam Perseroan Terbatas* (Jakarta:UKI Press, 2020), h.20.

mengakibatkan tidak mudahnya melakukan gugatan derivatif yaitu: a) tidak diatur kategori dari gugatan derivatif; b) tidak ada penjelasan tentang syarat untuk mengajukan gugatan derivatif; c) tidak adanya jangka waktu sebagai pemegang saham yang dapat menggugat; d) waktu notifikasi keinginan menggugat pemegang saham kepada direksi dan dewan komisaris dapat dilakukan; dan e) kurang jelasnya hukum acara dalam melakukan gugatan derivatif di pengadilan negeri.

Hanya saja, gugatan perdata ini dalam praktek akan mendapat beberapa kendala sebagai berikut: 1) sulitnya membuktikan secara perdata telah terjadinya *insider trading*; 2) kurang prediktifnya keputusan pengadilan; 3) waktu yang lama dan biaya yang besar; dan 4) tidak menjerat pelaku berhubung tidak tersedianya aturan yang memperbolehkan penerapan *treble damages*.¹⁹⁸

3.3.3. Penerapan Sanksi Administratif

Sanksi administratif adalah sanksi yang dikenakan oleh OJK kepada pihak-pihak yang dianggap melanggar peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Pihak yang dapat dijatuhkan sanksi adalah: 1) pihak yang memperoleh izin dari OJK; 2) pihak yang memperoleh persetujuan dari OJK; dan 3) pihak yang melakukan

¹⁹⁸ Wikipedia, "*Treble Damage*", tersedia di: https://en-m-wikipedia-org.translate.gog/wiki/Treble_damages?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=id&_x_tr_hl=id&_x_tr_pto=tc,sc (03 April 2022).

Treble Damage adalah istilah yang menunjukkan bahwa undang-undang mengizinkan pengadilan melipatgandakan jumlah ganti rugi aktual/kompensasi yang akan diberikan kepada penggugat yang berlaku.

pendaftaran kepada OJK. OJK dapat mengenakan sanksi administrasi atas pelanggaran undang-undang ini dan/atau peraturan pelaksanaannya yang dilakukan oleh setiap pihak yang memperoleh izin, persetujuan, atau pendaftaran dari OJK. Sanksi administrasi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 102 ayat (2) UUPM dapat berupa: 1) peringatan tertulis; 2) denda, yaitu kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu; 3) pembatasan kegiatan usaha; 4) pembekuan kegiatan usaha; 5) pencabutan izin usaha; 6) pembatalan persetujuan; dan 7) pembatalan pendaftaran. Sanksi administratif juga diatur oleh peraturan pemerintah yaitu Pasal 63 dan Pasal 64 Peraturan Pemerintah Nomor 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Pasar Modal. Besarnya jumlah sanksi denda bervariasi yaitu:¹⁹⁹

Pasal 63

Setiap pihak sebagaimana dimaksud dalam Pasal 85, Pasal 86, dan Pasal 87 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang terlambat menyampaikan laporan sesuai dengan ketentuan yang ditetapkan oleh Bapepam, dikenakan sanksi administratif sebagai berikut:

1. Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjamin atau Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian dikenakan sanksi denda Rp 500.000,- atas setiap hari keterlambatan penyampaian laporan dimaksud dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 500.000.000,-
2. Biro Administrasi Efek, Bank Kustodian, atau Wali Amanat dikenakan sanksi denda Rp 100.000,- atas setiap hari keterlambatan penyampaian laporan dimaksud dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 100.000.000,-
3. Perubahan Efek dikarenakan sanksi denda Rp 100.000,- atas setiap hari keterlambatan penyampaian laporan

¹⁹⁹ Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal Pasal 63.

- dimaksud dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 100.000.000,-
4. Penasihat Investasi dikenakan sanksi denda Rp 100.000,- atas setiap hari keterlambatan penyampaian laporan dimaksud dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 100.000.000,-
 5. Emiten yang Pernyataan Pendaftarannya telah menjadi efektif dikenakan sanksi denda Rp 1.000.000,- dimaksud dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 500.000.000,-
 6. Perusahaan Publik yang terlambat menyampaikan Pernyataan Pendaftarannya dikenakan sanksi denda Rp 100.000,- atas setiap hari keterlambatan penyampaian laporan dimaksud dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 100.000.000,-
 7. Direktur atau komisaris Emiten atau Perusahaan Publik, atau setiap pihak yang memiliki sekurang-kurangnya 5% saham Emiten atau Perusahaan Publik, dikenakan sanksi denda Rp 100.000,- atas setiap hari keterlambatan penyampaian laporan dimaksud dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 100.000.000,-
 8. Pihak selain sebagaimana dimaksud dalam huruf a, huruf b, huruf c, huruf d, huruf 3, huruf f, dan huruf g yang telah memperoleh izin, persetujuan, atau pendaftaran sari Bapepam dikenakan sanksi denda Rp 100.000,- atas setiap hari keterlambatan penyampaian laporan dimaksud dengan ketentuan bahwa jumlah keseluruhan denda paling banyak Rp 100.000.000,-

Pasal 64

Sanksi denda, selain sanksi denda sebagaimana dimaksud dalam Pasal 63 dapat dikenakan pada Pihak sebagaimana dimaksud dalam Pasal 61 paling banyak Rp 100.000.000,- bagi orang perseorangan dan paling banyak Rp 500.000.000,- bagi pihak yang bukan orang perorangan yang melanggar peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.