

II. PRAKTEK PERDAGANGAN ORANG DALAM DI PASAR MODAL INDONESIA

2.1. Tinjauan Umum Mengenai Pasar Modal Indonesia

Pasar modal berperan penting dalam perkembangan ekonomi di suatu negara, baik sebagai sarana investasi maupun sebagai sumber pembiayaan bagi para investor.³³ Melalui pasar modal, perusahaan dapat mengembangkan instrumen keuangan, mendiversifikasi risiko dan memobilisasi dana masyarakat sehingga dapat tercipta pengalokasian sumber dana secara lebih efisien dan dapat melahirkan budaya *fairness* melalui keterbukaan yang pada akhirnya akan menciptakan mekanisme pasar yang bebas dan ekonomi yang sehat dari suatu Negara.³⁴

Pada dasarnya, pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang, ekuitas (saham), instrumen derivatif, maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lainnya (misalnya pemerintah) dan sarana bagi kegiatan berinvestasi. Dengan demikian, pasar modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya.³⁵

Pasar modal berperan penting dalam suatu perkembangan ekonomi Indonesia karena fungsinya sebagai:³⁶

³³ I Putu Gede Ary Suta, *Menuju Pasar Modal Modern*, (Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti, 2000), hal 91. Mengingat pentingnya keberadaan investor di pasar modal, maka perlindungan terhadap investor merupakan salah satu kata kunci di pasar modal. Perlindungan merupakan kebutuhan dasar investor yang mutlak harus dijamin keberadaannya demi terciptanya perdagangan efek yang wajar dan mekanisme pasar yang bebas. Perdagangan efek yang wajar tercipta dari mekanisme pasar yang bebas karena adanya:

1. Sistem penyampaian informasi yang akurat dan tepat waktu dari emiten;
2. Terhindarnya pasar dari usaha-usaha pihak tertentu untuk memperoleh keuntungan dari ketidaktahuan pihak lainnya; dan
3. Adanya sistem serta tata cara pelaksanaan perdagangan yang mendukung terciptanya kewajaran dalam melakukan perdagangan di bursa efek.

Lihat Yulfasni, *op. cit.*, hal 69.

³⁴ I Putu Gede Ary Suta, *op. cit.*, hal 51.

³⁵ Tjiptono Darmadji dan Hendy M. Fakhruddin, *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*, cet. 3, ed. 2, (Jakarta: Salemba 4, 2008), hal 1.

³⁶ Yulfasni, *op. cit.*, hal 2-3.

1. Sarana untuk menghimpun dana-dana masyarakat untuk disalurkan ke dalam kegiatan-kegiatan yang produktif;
2. Sumber pembiayaan jangka panjang yang mudah, murah, dan cepat bagi emiten, dunia usaha dan pembangunan nasional;
3. Mempertinggi efisiensi alokasi sumber produksi;
4. Memperkokoh beroperasinya mekanisme pasar dalam menata sistem moneter;
5. Menekan tingginya tingkat bunga menuju suatu tingkat yang masuk akal;
6. Alternatif investasi bagi para pemodal, sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi investasi;
7. Menyediakan *leading indicator* bagi tren ekonomi suatu negara;
8. Mendorong terciptanya kesempatan berusaha dan sekaligus menciptakan kesempatan kerja; serta
9. Penyebaran kepemilikan perusahaan, menumbuhkan keterbukaan dan profesionalisme, serta menciptakan iklim berusaha yang sehat.

Berdasarkan fungsi-fungsi pasar modal sebagaimana diuraikan di atas, terdapat empat peran strategis dari pasar modal bagi perekonomian suatu negara, yaitu.³⁷

1. Sumber penghimpunan dana
Pasar modal adalah alternatif sumber penghimpunan dana selain sistem perbankan. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan surat berharga, baik surat tanda hutang maupun surat tanda kepemilikan.
2. Alternatif investasi untuk pemodal
Pasar modal memberikan kesempatan kepada pemodal untuk mengkombinasikan dana pada berbagai kemungkinan investasi dengan mengharapkan keuntungan yang lebih dan memperkecil risiko. Investasi di pasar modal lebih fleksibel dan memungkinkan alokasi dana yang efisien.
3. Memperkecil biaya penghimpunan dana

³⁷ Mudita Chitta Odang, "Transaksi Benturan Kepentingan di Pasar Modal Indonesia: Studi Kasus PT. Bank Mega Tbk," (Tesis Program Magister Kenotariatan Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2008), hal 11, sebagaimana dikutip dari Marzuki Usman, *et. al.*, *ABC Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta: Lembaga Pengembangan Perbankan Indonesia dan Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia, 1990), hal 13.

Melalui pasar modal, perusahaan membutuhkan biaya yang relatif kecil dalam melakukan penghimpunan dana melalui penjualan saham dibandingkan jika melalui pinjaman bank.

4. Mendorong perkembangan investasi

Tanpa bantuan luar negeri, pihak swasta sudah bisa memenuhi sendiri kebutuhan dananya melalui pasar modal dengan mengeluarkan biaya dalam jumlah yang relatif kecil. Hal ini membantu pemerintah memobilisasi dana masyarakat dan memungkinkan ekspansi usaha yang memicu penambahan penyerapan tenaga kerja, kenaikan jumlah produksi, kenaikan omzet penjualan, kenaikan pendapatan, serta peningkatan penerimaan pajak bagi negara.

Kegiatan pasar modal yang sangat marak dan rumit tersebut membutuhkan hukum pasar modal, yaitu perangkat hukum yang canggih untuk mengatur pasar modal yang teratur, adil dan efisien. Sasaran yang hendak dicapai oleh hukum pasar modal adalah keterbukaan informasi, profesionalisme dan tanggung jawab para pelaku pasar modal, pasar yang tertib dan modern, efisiensi, kewajaran, serta perlindungan investor.³⁸

2.2. Teori Keterbukaan Dalam Pasar Modal Indonesia

UUPM mengakomodasikan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (“GCG”) yaitu transparansi atau keterbukaan untuk melindungi kepentingan pemegang saham publik dari adanya transaksi yang merugikan kepentingan investasinya.³⁹ Keterbukaan adalah kewajiban setiap perusahaan yang menjual

³⁸ Yulfasni, *op. cit.*, hal 5. Tujuan eksistensi hukum pasar modal adalah agar dapat mengamankan investasi dari pihak pemodal. Investasi dianggap aman jika memenuhi unsur-unsur sebagai berikut:

1. Unsur likuidnya efek;
2. Unsur keamanan terhadap pokok (prinsipal) yang ditanam; dan
3. Unsur rentabilitas atau stabilitas dalam mendapatkan *return of investment*.

³⁹ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op. cit.*, hal 106-108. Prinsip GCG yang ada di peraturan perundang-undangan bidang pasar modal, antara lain:

1. Hak dasar pemegang saham

Salah satu hak dasar pemegang saham adalah hak untuk mendapatkan informasi yang relevan tentang perseroan tepat waktu. UUPM Pasal 85 sampai dengan Pasal 89 mengatur kewajiban emiten/perusahaan publik untuk memberikan informasi kepada publik/pemegang saham tentang keadaan perseroan, baik secara berkala maupun insidental, dalam hal terjadi peristiwa material yang menyangkut perusahaan. Perseroan wajib mengumumkan neraca laba rugi yang sudah disetujui RUPS

sahamnya melalui bursa, demi kepentingan pengelola bursa, Bapepam-LK, dan investor. Informasi yang harus diberitahukan kepada masyarakat adalah seluruh informasi mengenai keadaan usaha perusahaan, yang meliputi aspek keuangan, hukum, manajemen, dan harta kekayaan perusahaan. Informasi material yang disampaikan oleh emiten harus lengkap dan akurat. Lengkap berarti informasi yang disampaikan tersebut utuh, tidak ada yang tertinggal atau disembunyikan, disamarkan, atau tidak menyampaikan apa-apa atas fakta material. Akurat berarti informasi yang disampaikan mengandung kebenaran dan ketepatan.⁴⁰

Keterbukaan terhadap kondisi perusahaan yang melakukan emisi saham menyebabkan calon investor dapat memahami dan memutuskan kebijakan investasinya. Kewajiban keterbukaan oleh emiten dibagi dalam 3 (tiga) tahap, yaitu:⁴¹

kepada publik. Emiten wajib menyampaikan kepada Bapepam-LK dan mengumumkan kepada masyarakat paling lambat hari kerja kedua setelah keputusan atau terjadinya peristiwa atau fakta material yang mungkin dapat mempengaruhi nilai efek, perusahaan dan keputusan investor. Yang termasuk informasi/fakta material adalah penggabungan usaha, pembelian saham, peleburan usaha, pembentukan usaha patungan, pembelian/penjualan aktiva material, serta perubahan dalam pengendalian/manajemen.

2. Keterbukaan/transparansi

Peraturan-peraturan di bidang pasar modal menekankan transparansi. Manajemen perusahaan sejak akan menjual efeknya kepada masyarakat wajib mengungkapkan informasi perusahaan secara akurat tentang tujuan perusahaan, kegiatan usaha, keuangan, kinerja perusahaan, risiko material, kepemilikan dan sebagainya. Kewajiban tersebut berlanjut setelah menjadi perusahaan terbuka melalui penyampaian laporan berkala atau laporan insidentil. Untuk menjaga kualitas informasi yang akurat maka penyusunan laporan tertentu misalnya laporan keuangan harus dilakukan oleh pihak independen yang profesional.

3. Tugas pengurus perseroan

Direksi dan komisaris harus menjalankan tugasnya dengan penuh tanggung jawab untuk kepentingan perseroan (*fiduciary duty*) sesuai Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (selanjutnya disebut "UUPT"). Pengurus emiten/perusahaan publik wajib memantau konflik potensial atas kepentingan manajemen, pengurus, pemegang saham, dan penyalahgunaan aset perusahaan. Mereka juga wajib memastikan keabsahan akuntansi dan sistem pelaporan keuangan termasuk komite audit independen; menerapkan sistem kontrol untuk memonitor risiko, keuangan dan kepatuhan terhadap peraturan; serta mengawasi proses keterbukaan dan komunikasi informasi.

⁴⁰ Jeffrey K. Setiawan, "Tinjauan Yuridis Terhadap Pelanggaran Prinsip Keterbukaan Informasi dan Praktek Insider Trading Dalam Transaksi Saham PT. Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk. Pada Pasar Modal Indonesia," (Tesis Program Magister Kenotariatan Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2009), hal 51-52. Apabila tidak memenuhi syarat tersebut, maka informasi yang ada dikatakan sebagai informasi yang tidak benar atau menyesatkan dan setiap pihak yang terkait diwajibkan untuk mempertanggungjawabkan kerugian yang timbul akibat penyampaian informasi tersebut. Pelanggaran terhadap prinsip keterbukaan informasi tersebut dapat dikenakan sanksi administratif maupun sanksi pidana.

⁴¹ Arianto Wiwanto Soegijo, "Penyidikan Tindak Pidana 'Insider Trading' Menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal," (Skripsi Fakultas Hukum

1. Tahap penawaran umum (*primary market level*)

Keterbukaan awalnya dimuat dalam berbagai dokumen emisi yang disampaikan kepada Bapepam-LK melalui Pernyataan Pendaftaran, terutama akta pendirian/anggaran dasar serta laporan keuangan emiten yang telah diaudit akuntan, dan keterangan-keterangan lain yang berkaitan dengan emiten dan semua yang termuat di dalam prospektus emiten.⁴²

Perusahaan yang akan melakukan emisi saham harus memberikan prospektus kepada calon investor mengenai segala fakta material yang dapat mempengaruhi pilihan calon investor tersebut. Setiap prospektus dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material yang diperlukan agar prospektus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan. Apabila terdapat informasi material untuk diketahui investor, namun tidak diungkapkan seluruhnya atau salah diungkapkan sehingga merugikan investor, maka emiten bertanggung jawab atas kerugian investor. Hal ini dikarenakan adanya mekanisme transparansi dan jaminan atas kebenaran informasi yang secara implisit mengandung unsur perlindungan bagi investor. Apabila pernyataan pendaftaran yang dilakukan dalam rangka penawaran umum memuat informasi yang tidak benar mengenai fakta material maka setiap pihak yang terlibat di dalamnya yaitu direksi, komisaris, profesi penunjang dan lembaga penunjang, bertanggung jawab baik secara sendiri-sendiri maupun bersama-sama terhadap kerugian yang timbul akibat perbuatan tersebut.⁴³

2. Tahap pasar sekunder (*secondary market level*)

Setelah emiten melakukan pencatatan efeknya di bursa efek, emiten tetap berkewajiban untuk secara berkesinambungan tetap menyampaikan laporan berkala kepada Bapepam-LK dan bursa efek terkait. Laporan

Universitas Indonesia, Depok, 2002), hal 81-83, sebagaimana dikutip dari M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op. cit.*, hal 14.

⁴² Salah satu mekanisme utama agar keterbukaan informasi menjadi semakin terjamin bagi investor atau publik adalah lewat kewajiban menyediakan "prospektus" bagi perusahaan yang dalam proses melakukan *go public*.

⁴³ Yulfasni, *op. cit.*, hal 70-71.

berkala ini terutama berbentuk laporan triwulan, tengah tahunan dan laporan tahunan.

3. Tahap setiap terjadinya peristiwa penting (*timely disclosure*)

Dalam hal terjadi peristiwa penting yang dihadapi oleh emiten atau terdapat informasi material yang dapat mempengaruhi kinerja serta harga efek emiten di bursa efek, maka wajib dilaporkan kepada Bapepam-LK dan bursa efek secara tepat waktu, yaitu paling lambat pada akhir hari kerja kedua setelah peristiwa penting itu terjadi. Hal ini penting untuk mencegah ketidakadilan jika ada pihak yang mengambil keuntungan atas suatu informasi penting di mana dia mengetahui bahwa pihak lain tidak mengetahui adanya informasi tersebut.⁴⁴

Dari pembahasan kewajiban keterbukaan dalam ketiga tahap tersebut, jelas bahwa prinsip keterbukaan informasi⁴⁵ merupakan inti dan jiwa dari pasar modal sehingga hukum pasar modal mewajibkan emiten untuk menyampaikan setiap informasi material⁴⁶ yang dapat mempengaruhi harga efek dari emiten tersebut

⁴⁴ Alasan utama mengapa suatu informasi material harus diumumkan kepada publik adalah agar investor dapat mengambil keputusan berdasarkan informasi yang diterimanya dalam hal melakukan penjualan atau pembelian terdapat efek emiten. Selanjutnya, harga yang wajar akan terbentuk jika dapat merefleksikan *intrinsic value* dari efek, di mana *intrinsic value* tersebut bergantung pada seberapa efisien tersedianya informasi tentang perusahaan yang dimaksud. Salah satu teori yang sangat dominan berkaitan dengan harga efek, yang juga menunjukkan bagaimana vitalnya kedudukan suatu informasi tentang suatu perusahaan dalam hal seorang investor membeli suatu efek adalah teori *Efficient Market Hypothesis*. Teori ini mengajarkan bahwa suatu pasar akan efisien jika:

1. Pergerakan harga dari suatu efek yang diperdagangkan di bursa merefleksikan keterbukaan dan ketersediaan informasi;
 2. Harga efek bergerak secara simultan dengan suatu informasi yang tidak bias.
- Lihat Munir Fuady, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum): Buku Kesatu*, cet. 2, (Bandung: PT. Citra Aditya Bakti, 2001), hal 80.

⁴⁵ Pasal 1 angka 25 UUPM mendefinisikan prinsip keterbukaan sebagai pedoman umum yang mensyaratkan emiten, perusahaan publik, dan pihak lain yang tunduk pada UUPM untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat berkaitan dengan seluruh informasi material mengenai usaha atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal berkaitan dengan efek yang dimaksud dan/atau harga dari efek tersebut.

⁴⁶ Pasal 1 angka 7 UUPM mendefinisikan informasi material sebagai informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan/atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta. Hal yang perlu diperhatikan adalah bahwa tidak semua informasi, meskipun material dan dapat mempengaruhi harga saham, harus dipublikasikan kepada masyarakat, misalnya:

1. Informasi yang belum matang untuk dipublikasikan, misalnya sebuah perusahaan pertambangan menemukan sumur minyak baru yang belum pasti bisa berproduksi;
2. Informasi yang jika dipublikasikan maka akan dimanfaatkan oleh pesaing-pesaingnya sehingga merugikan perusahaan tersebut.

kepada masyarakat. Tujuan dari prinsip keterbukaan tersebut adalah untuk terciptanya efisiensi dalam transaksi efek. Perdagangan yang efisien adalah perdagangan di mana para pihak yang berkepentingan dengan perdagangan efek tersebut dapat melakukan perdagangan dengan mudah, cepat dan dengan biaya yang relatif murah, termasuk di dalamnya adalah penyelesaian transaksi yang cepat dan murah. Efisiensi dalam arti luas tersebut akan melindungi investor dalam mendapatkan informasi yang sama di antara sesama pelaku transaksi efek. Perlindungan bagi investor tersebut pada akhirnya akan menumbuhkan kepercayaan terhadap emiten dan bagi pasar modal itu sendiri.

Secara yuridis dinyatakan bahwa emiten tidak hanya wajib melakukan *full disclosure* tapi juga wajib untuk menyampaikannya secara *fair*.⁴⁷ Doktrin hukum tentang kewajiban emiten untuk membuka informasi kepada publik mempunyai karakteristik yuridis sebagai berikut:⁴⁸

1. Prinsip ketinggian derajat akurasi informasi;
2. Prinsip ketinggian derajat kelengkapan informasi;
3. Prinsip equilibrium antara efek negatif kepada emiten di satu sisi dan efek positif kepada publik di sisi lain jika informasi tersebut dibuka untuk publik.

3. Informasi yang merupakan rahasia perusahaan. Misalnya jika ada kontrak dengan pihak ketiga yang mencantumkan klausula kerahasiaan. Terhadap ketiga informasi tersebut, walaupun tidak mungkin dipublikasikan, tapi merupakan informasi yang dapat mempengaruhi harga saham sehingga tidak boleh melakukan perdagangan berdasarkan informasi tersebut. Untuk lebih jelas, lihat Jeffrey K. Setiawan, *op. cit.*, hal 37. Lihat juga Munir Fuady, *op. cit.*, hal 181.

⁴⁷ Untuk mendukung *full and fair disclosure*, Bapepam-LK mengeluarkan peraturan-peraturan yang berkaitan dengan prinsip keterbukaan yaitu: (1) Peraturan No. VIII.G.7 Tentang Pedoman Penyajian Laporan Keuangan, (2) Peraturan No. IX.C.3 Tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus Dalam Rangka Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (“HMETD”), (3) Peraturan No. IX.F.1. Tentang Penawaran Tender, (4) Peraturan No. IX.H.1. Tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, (5) Peraturan No. IX.I.1 Tentang Rencana dan Pelaksana Rapat Umum Pemegang Saham, (6) Peraturan No. X.E.1. Tentang Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu, (7) Peraturan No. X.K.1. Tentang Keterbukaan Informasi Yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik, (8) Peraturan No. X.K.2. Tentang Kewajiban Penyampaian Laporan Berkala, (9) Peraturan No. X.K.4, Tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum, dan (10) Peraturan No. X.K.5 Tentang Keterbukaan Informasi Bagi Emiten atau Perusahaan-Perusahaan Yang Dimohonkan Pailit.

⁴⁸ Faizal Hafied, “Kendala Penegakan Hukum Kasus Insider Trading di Indonesia: Solusi Aplikatif Bagi Penegakan Hukum di Masa Mendatang,” (Skripsi Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2006), hal 96, sebagaimana dikutip dari Munir Fuady, *op. cit.*, hal 79.

Di samping itu, terdapat beberapa hal yang dilarang untuk disampaikan dalam hal keterbukaan informasi, yaitu apabila:

1. Membuka informasi yang salah sama sekali;
2. Memberi informasi yang setengah benar;
3. Memberi informasi yang tidak lengkap;
4. Sama sekali diam terhadap suatu fakta atau informasi material yang seharusnya disampaikan kepada publik;
5. Memberitahukan informasi material yang belum diumumkan kepada publik.

Kelima model pelanggaran ini dilarang oleh hukum karena dapat menimbulkan *misleading* bagi investor dalam hal mengambil keputusan pada kegiatan investasinya. Khusus untuk pelanggaran nomor 5 akan menimbulkan perbuatan pidana yang dikenal dengan perdagangan orang dalam.

Tujuan dari prinsip keterbukaan adalah untuk menciptakan pasar yang efisien, atau dengan kata lain efisiensi dalam informasi dan transaksi efek dan mencegah terjadinya tindakan curang dalam pasar modal. Perdagangan yang efisien adalah perdagangan di mana para pihak yang berkepentingan dengan perdagangan efek tersebut dapat dengan mudah mengakses informasi tentang emiten yang dimaksud, dan selanjutnya berdasarkan informasi tersebut dapat melakukan perdagangan efek dengan cepat, mudah dan dengan biaya yang relatif murah. Efisien dalam arti luas tersebut akan memberikan perlindungan bagi investor berkaitan dengan kesempatan yang sama dalam hal mendapatkan informasi di antara sesama pelaku pasar. Perlindungan kepada investor pada akhirnya akan menimbulkan kepercayaan terhadap pasar modal itu sendiri.⁴⁹

⁴⁹ Najib A. Gisymar, *Insider Trading Dalam Transaksi Efek*, (Bandung: PT. Citra Aditya Bakti, 1999), hal 2. Lihat juga Faizal Hafied, *op. cit.*, hal 99-101. Terdapat beberapa alasan berkaitan dengan perlunya prinsip keterbukaan informasi dan keharusan adanya perlindungan terhadap investor, yaitu:

1. Komposisi kepemilikan saham (*equity gap*)

Terdapat *gap* yang besar antara pendiri perusahaan dengan pemegang saham publik, yang terlihat jelas dalam komposisi kepemilikan saham perusahaan terbuka atau perusahaan yang telah *go public*. Umumnya pendiri menguasai sekitar 70% (tujuh puluh persen) dan sisanya sebesar 30% (tiga puluh persen) dikuasai oleh investor publik. Perbedaan ini menyebabkan pemegang saham publik memiliki posisi tawar yang lemah.

2. Sumber daya finansial dan akses informasi

Pendiri memiliki akses informasi yang lebih cepat dan terpercaya berkaitan dengan segala sesuatu yang terjadi dan dilakukan perusahaan dibandingkan dengan investor publik. Hal ini dikarenakan posisi-posisi penting dalam perusahaan seperti direksi biasanya didominasi oleh pendiri dan orang-orang kepercayaannya.

Tujuan dan fungsi krusial dari ditegakkannya prinsip keterbukaan di pasar modal antara lain:⁵⁰

1. Menjaga kepercayaan investor atau publik terhadap pasar modal. Jika investor tidak percaya kepada pasar modal, maka investor akan menarik modal mereka dari pasar dan perekonomian akan rusak.
2. Menciptakan mekanisme pasar yang efisien. Efisiensi dalam transaksi efek merupakan salah satu bentuk insentif bagi calon emiten maupun calon investor. Transaksi yang cepat, biaya pencatatan dan penitipan pada bank kustodian yang murah, serta sistem pengawasan yang tepat akan menciptakan dinamika pasar modal. Pemberian informasi harus dilakukan secara penuh, cermat dan akurat karena harga saham akan merefleksikan seluruh informasi yang tersedia dan pelaksanaan operasional fungsi pasar modal yang efisien bergantung pada informasi. Dengan demikian, prinsip keterbukaan akan menjamin pemberian informasi yang benar dan menetapkan harga pasar yang akurat.
3. Mencegah penipuan dan perdagangan orang dalam. Menurut Barry A.K. Rider, "*more disclosure will inevitably discourage wrong doing and abuse.*"⁵¹ Jika prinsip keterbukaan dijalankan dengan baik, maka kejahatan perdagangan orang dalam dan penipuan akan sulit dilakukan karena semua pihak memiliki serta memperoleh informasi secara akurat dan rinci.

Adanya keterbukaan informasi mengenai keadaan perusahaan dari emiten membuat investor mempunyai bahan pertimbangan secara rasional untuk dapat mengambil keputusan untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek.

-
3. Perbedaan ekspektasi antara investor dan emiten
 - a. Investor menginginkan dilakukannya mekanisme *full disclosure information* terhadap semua informasi material yang dimiliki emiten, sedangkan emiten cenderung menerapkan *partial disclosure information* dengan alasan untuk menjaga rahasia perusahaan;
 - b. Investor menginginkan informasi tepat waktu, sedangkan emiten mengharapkan dapat mengurangi biaya penyebaran informasi;
 - c. Investor menginginkan data dan informasi yang rinci serta akurat, sedangkan emiten mengharapkan bahwa informasi yang diberikan cukup secara garis besar saja.

⁵⁰ Adrian Sutedi, *Segi-Segi Hukum Pasar Modal*, (Jakarta: Ghalia Indonesia, 2009), hal 33-34. Lihat juga Bismar Nasution, *Keterbukaan Dalam Pasar Modal*, cet. 1, (Jakarta: Fakultas Hukum Universitas Indonesia, 2001), hal 9-11.

⁵¹ Untuk lebih jelasnya, lihat Barry A.K. Rider, "Global Trends in Securities Regulation: The Changing Legal Climate," *Dickinson Journal of International Law* vol 29 (Spring, 1995): 516.

Walaupun demikian, prinsip keterbukaan informasi yang diatur dalam UUPM jo. Peraturan Bapepam No. X.K.1 tentang Keterbukaan Informasi Yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik sering dilanggar oleh emiten dan anggota direksinya, misalnya dengan melakukan perdagangan orang dalam, sehingga tidak tercipta bursa efek yang efisien.⁵²

Berdasarkan hal-hal tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa perdagangan orang dalam bertentangan dengan prinsip keterbukaan. Prinsip keterbukaan di satu sisi adalah kewajiban bagi emiten yang pernyataan pendaftarannya sudah efektif untuk menyampaikan fakta material dari perusahaan. Sedangkan perdagangan orang dalam di sisi lain adalah tindakan yang memanfaatkan informasi orang dalam yang belum terbuka untuk publik, demi kepentingan diri sendiri atau pihak lain. Dengan kata lain, pelanggaran dari prinsip keterbukaan informasi merupakan awal mula dari praktek perdagangan orang dalam atas transaksi efek di bursa efek. Dapat dikatakan terjadi pelanggaran prinsip keterbukaan jika informasi material yang disampaikan oleh emiten kepada masyarakat tidak disampaikan secara lengkap dan akurat. Apabila pelanggaran tersebut menimbulkan praktek perdagangan orang dalam, maka diharapkan bentuk perlindungan hukum yang diberikan oleh Bapepam-LK kepada investor pasar modal tidak hanya dalam bentuk sanksi administratif saja melainkan memberikan sanksi pidana agar memberikan efek jera dan menegakkan rasa keadilan dalam masyarakat.

2.3. Praktek Perdagangan Orang Dalam Sebagai Akibat Dari Pelanggaran Teori Keterbukaan

Kejahatan di bidang pasar modal adalah kejahatan yang khas dilakukan oleh pelaku pasar modal dalam kegiatan pasar modal.⁵³ UUPM sudah menggariskan

⁵² Bursa efek dikatakan efisien apabila memenuhi kriteria: (1) harga saham mencerminkan semua informasi yang relevan saat itu; dan (2) reaksi harga terhadap informasi adalah wajar. Prinsip keterbukaan membuat pasar modal menjadi efisien karena investor dalam membeli atau menjual sahamnya selalu didasarkan kepada data yang akurat. Salah satu pelaksanaan prinsip keterbukaan dalam perdagangan saham melalui pasar modal adalah larangan melakukan perdagangan orang dalam. Lihat Yulfasni, *op. cit.*, hal 69.

⁵³ Kejahatan di bidang pasar modal terjadi karena adanya pelanggaran terhadap aturan main dalam transaksi efek, yang sering disebabkan karena lemahnya sistem pengawasan yang dilakukan oleh pihak pengelola bursa maupun pengawas bursa. Lemahnya pengawasan juga menyebabkan pelanggaran transaksi efek baik karena manipulasi, informasi yang menyesatkan maupun perdagangan orang dalam, sulit terdeteksi secara dini. Lihat Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 1-2.

jenis-jenis kejahatan di bidang pasar modal seperti penipuan, manipulasi pasar, dan perdagangan orang dalam. Kejahatan di bidang pasar modal mempunyai karakteristik khas, yaitu: barang yang menjadi obyek tindak pidana adalah informasi, pelaku tindak pidana bukan mengandalkan kemampuan fisik melainkan kemampuan membaca situasi pasar dan memanfaatkannya untuk kepentingan pribadi, pembuktiannya cenderung sulit, serta dampak kejahatan bisa berakibat fatal dan luas. Dampak dari kejahatan antara lain hilangnya jumlah uang yang amat besar yang ada dalam perdagangan efek, jumlah korban yang banyak dan beragam, serta runtuhnya kredibilitas pasar modal akibat pelanggaran yang signifikan dari segi jumlah dan kualitas.⁵⁴

Penipuan adalah membuat pernyataan yang tidak benar tentang fakta material/tidak mengungkapkan fakta material agar pernyataan yang dibuat menyesatkan tentang keadaan yang terjadi, dengan tujuan menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri/pihak lain ataupun untuk mempengaruhi pihak lain untuk membeli/menjual efek. Larangan ini ditujukan pada semua pihak yang terlibat dalam perdagangan efek dan turut serta melakukan penipuan.⁵⁵ Manipulasi pasar adalah tindakan yang dilakukan oleh setiap pihak secara langsung maupun tidak langsung dengan maksud untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan tentang perdagangan, keadaan pasar atau harga efek di bursa efek. Gambaran semu tersebut mendorong pihak lain untuk melakukan tindakan jual atau beli suatu efek pada tingkat harga yang diinginkan manipulator. Hal ini dikarenakan harga efek di pasar modal sangat sensitif terhadap suatu peristiwa dan info yang berkaitan, baik langsung atau tidak dengan efek tersebut, dan saat fluktuasi terjadi pihak yang menghembuskan rumor tersebut menangguk untung.⁵⁶

Selain penipuan dan manipulasi pasar, kejahatan di bidang pasar modal lainnya yang juga sangat membahayakan stabilitas pasar modal adalah perdagangan orang dalam. Kasus perdagangan orang dalam diidentikan dengan

⁵⁴ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op. cit.*, hal 259-260.

⁵⁵ *Ibid.*, hal 260.

⁵⁶ *Ibid.*, hal 262-264.

kasus pencurian. Pada pencurian konvensional obyeknya adalah materi kepunyaan orang lain, sedangkan pada perdagangan orang dalam, obyek pencurian adalah milik orang lain tapi dengan mempergunakan informasi yang seharusnya milik umum sehingga yang menderita kerugian banyak dan meluas.⁵⁷

Perdagangan orang dalam adalah istilah teknis yang hanya dikenal dalam pasar modal. Istilah tersebut mengacu kepada praktek di mana orang dalam melakukan transaksi sekuritas dengan menggunakan informasi eksklusif yang mereka miliki, yang belum tersedia bagi masyarakat atau investor.⁵⁸ Perdagangan orang dalam memiliki kaitan erat dengan pelanggaran terhadap prinsip keterbukaan.⁵⁹ Setiap perusahaan publik, terutama yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek dan disebut emiten, wajib mengungkapkan seluruh informasi yang dimilikinya secara transparan berkaitan dengan keadaan usahanya termasuk keuangan, aspek hukum, manajemen dan harta kekayaannya kepada masyarakat. Informasi yang diberikan tersebut harus terjamin akurasi dan kebenarannya sehingga investor dapat memahami keadaan perusahaan dengan sebenar-benarnya sebelum mengambil keputusan untuk melakukan pembelian atau penjualan terhadap efek dari emiten tersebut.⁶⁰ Tidak disampaikan informasi material

⁵⁷ *Ibid.*, hal 269.

⁵⁸ Najib, "Tinjauan Umum Terhadap Pasar Modal Indonesia," *Makalah Diskusi Pada Mata Kuliah Hukum Perusahaan* (Yogyakarta: Program Magister Ilmu Hukum UII, 18 Januari 1997), hal 19. Lihat juga Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta: Tatanusa, 2006), hal 437-438. Perdagangan orang dalam adalah istilah yang dipinjam dari praktek perdagangan saham yang tidak *fair* di Amerika, yang dihubungkan dengan penggunaan informasi-informasi yang *confidential* oleh pejabat perusahaan yang karena jabatannya dapat memperoleh keuntungan dari informasi yang tidak diberikan kepada masyarakat luas. Istilah perdagangan orang dalam merupakan istilah yang kurang tepat dan kurang menggambarkan keadaan yang sebenarnya karena pemakaian informasi orang dalam tidak hanya digunakan oleh orang dalam perusahaan semata.

⁵⁹ Praktek perdagangan orang dalam bertentangan dengan prinsip keterbukaan. Keterbukaan adalah suatu kewajiban bagi perusahaan yang menjual sahamnya melalui lantai bursa. Prinsip keterbukaan harus diterapkan demi kepentingan pengelola bursa seperti Bursa Efek Indonesia, Bapepam-LK selaku pengawas dan juga calon investor. Keterbukaan dalam transaksi efek adalah seluruh informasi mengenai keadaan usaha yang meliputi aspek keuangan, hukum, manajemen, dan harta kekayaan perusahaan kepada masyarakat. Keterbukaan terhadap kondisi perusahaan yang akan melakukan emisi saham menyebabkan calon investor dapat memahami dan memutuskan kebijakan untuk investasinya. Lihat Jeffry K. Setiawan, *op. cit.*, hal 42, sebagaimana dikutip dari Erman Rajagukguk, "Mekanisme Pasar Modal dan Persoalan-Persoalan Hukum Yang Timbul," *Makalah Seminar Masalah-Masalah Hukum di Pasar Modal Indonesia* (Yogyakarta: Senat Mahasiswa Fakultas Hukum UII, Maret 1992), hal 6.

⁶⁰ H. Jusuf Anwar (b), *Seri Pasar Modal 1: Pasar Modal Sebagai Sarana Pembiayaan dan Investasi*, (Bandung: PT. Alumni, 2005), hal 208.

secara tepat waktu dan bentuk-bentuk lain dari pelanggaran prinsip keterbukaan dapat memicu kemungkinan terjadinya perdagangan orang dalam. Dengan kata lain, prinsip keterbukaan terhadap segala aspek kegiatan perusahaan yang disyaratkan terhadap semua perusahaan yang menjual efeknya kepada masyarakat, merupakan salah satu langkah awal yang dapat dipergunakan sebagai alat untuk mendeteksi adanya tindakan perdagangan orang dalam.⁶¹

Sebagaimana telah dijelaskan dalam Bab I, menurut Donald C. Langervoort, terdapat tiga teori yang dikenal dalam praktek perdagangan orang dalam di pasar modal berdasarkan adanya informasi material, yaitu:

1. *Disclose/Abstain Theory*

Orang dalam yang memiliki hubungan pekerjaan dengan emiten dilarang melakukan perdagangan terhadap sekuritas dari emiten tersebut karena adanya informasi yang belum terbuka kepada masyarakat investor. Berdasarkan informasi yang dimilikinya maka orang dalam dapat memilih untuk:

- a. Membuka informasi tersebut (*disclose*) terhadap publik;
- b. Tidak membuka informasi material tersebut tetapi juga tidak boleh melakukan transaksi perdagangan (*abstain*); atau
- c. Tidak merekomendasikan kepada pihak lain untuk melakukan transaksi di bursa terhadap sekuritas perusahaan.

Keadaan ini dikenal dengan istilah *Disclose/Abstain Theory*.⁶² Kewajiban untuk melakukan *Disclose/Abstain* tersebut mempunyai dua elemen penting yaitu:⁶³

⁶¹ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 45.

⁶² *Ibid.*, hal 69-71. Menurut teori ini, orang dalam yang mempunyai informasi orang dalam dapat memilih satu di antara dua tindakan. *Pertama*, untuk membuka informasi yang ada kepada publik sehingga apabila dia melakukan perdagangan, tidak dapat dikenakan larangan perdagangan orang dalam. *Kedua*, untuk tidak melakukan *disclosure*, misalnya karena informasi masih belum matang untuk dipublikasi, tetapi dengan akibat bahwa dia tidak boleh melakukan perdagangan dan tidak boleh merekomendasikan kepada pihak lain untuk bertransaksi terhadap efek perusahaan tersebut (*duty not to trade*). Bahkan *scalping* atau pembelian sekuritas di pasar modal sebelum direkomendasi secara meluas, merupakan tindakan yang dianggap tidak terpuji.

⁶³ Munir Fuady, *op. cit.*, hal 178-179.

- a. Informasi orang dalam tersebut hanya untuk kepentingan perusahaan dan bukan untuk kepentingan pribadi siapapun.
- b. Merupakan suatu ketidakadilan (*inherent unfairness*) jika ada pihak yang mengambil keuntungan atas suatu informasi di mana dia mengetahui bahwa pihak lain tidak mengetahui informasi tersebut.

2. *Fiduciary Duty Theory*

Jika doktrin hukum *common law* dikaitkan dengan *Fiduciary Duty Theory*, maka setiap orang yang mempunyai *Fiduciary Duty* atau hubungan lain yang berdasarkan kepercayaan serta dibayar oleh perusahaan untuk melaksanakan tugas yang diberikan, maka dia wajib menjalankan tugas tersebut dengan sebaik-baiknya. Dalam menjalankan tugasnya, yang bersangkutan tidak boleh mengambil manfaat, bahkan harus mengorbankan kepentingan pribadi untuk kepentingan perusahaan.

Orang dalam yang mempunyai informasi material tetapi tidak membukanya kepada publik karena terbukanya informasi tersebut dapat merugikan perusahaan dan berarti melakukan *breach of fiduciary duty*, maka ia harus menahan atau tidak melakukan transaksi. Namun apabila seseorang yang melakukan transaksi sekuritas dengan mempergunakan informasi orang dalam sedangkan dia sendiri tidak mempunyai *fiduciary duty* kepada perusahaan, maka orang tersebut tidak dianggap melakukan perdagangan orang dalam.⁶⁴

3. *Misappropriation Theory*

Disclose/abstain theory dan *fiduciary duty theory* dalam pelaksanaannya masih dianggap belum lengkap karena adanya transaksi efek berdasarkan informasi yang belum terbuka kepada masyarakat tetapi pelakunya tidak dapat dikenakan ketentuan mengenai perdagangan orang

⁶⁴ Sofyan A. Djalil, "Manipulation and Insider Trading," Makalah Pendidikan dan Pelatihan Bagi Profesi Penunjang Untuk Konsultan Hukum Pasar Modal Angkatan VII. (Jakarta: LMKA-BPLK-1996), hal 8. UUPT juga menganut *fiduciary duty*, khususnya terhadap organ direktur dan komisaris. Karena pelarangan terhadap perdagangan orang dalam dilandasi pada doktrin *fiduciary duty*, maka menjadi salah satu kriteria untuk terdapatnya perdagangan orang dalam adalah "keuntungan" yang didapatkan oleh pihak orang dalam. Pihak orang dalam harus secara langsung ataupun tidak langsung memperoleh keuntungan terhadap tindakan pembocoran informasi tersebut. Apabila yang bersangkutan tidak memperoleh keuntungan tertentu, sulit dikatakan bahwa ia telah melakukan *breach of fiduciary duty*.

dalam. Berdasarkan kenyataan tersebut, di Amerika Serikat dikembangkan konsep baru yaitu *misappropriation theory*.

Menurut *Misappropriation Theory*, seseorang tidak harus melanggar *fiduciary duty* terlebih dahulu untuk dapat dihukum. Seseorang yang dalam perdagangan saham menggunakan informasi dari orang lain, di mana informasi tersebut belum tersedia untuk publik, maka ia dianggap telah melakukan perdagangan orang dalam. Seseorang tersebut adalah *misappropriators* sama dengan pihak yang melakukan pelanggaran dari suatu *fiduciary duty*.⁶⁵ Sayangnya, *Misappropriation Theory* ini belum diterapkan di Indonesia sehingga pihak lain yang bukan orang dalam namun menggunakan informasi orang dalam yang diperolehnya tidak secara melawan hukum tidak dapat dihukum.

Selanjutnya, untuk dapat memahami pengertian dari perdagangan orang dalam, perlu juga melihat batasan dari perdagangan orang dalam, yakni.⁶⁶

⁶⁵ Donald Moody Pangemanan, "Peraturan Insider Trading Dalam Pasar Modal Indonesia: Studi Mengenai Penerapan Teori Penyalahgunaan Dalam Praktik Insider Trading," *Jurnal Hukum dan Pasar Modal*, Edisi 2, (Juli 2005, Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal), hal 56. Bandingkan dengan Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 42-43. *Misappropriation theory* adalah teori mengenai transaksi yang dilakukan oleh orang luar perusahaan secara tidak sengaja berdasarkan informasi yang belum tersedia bagi masyarakat, yang dianggap sama dengan telah melakukan perdagangan orang dalam. Teori ini sangat komprehensif karena mampu menjangkau praktek transaksi efek yang dilakukan oleh seseorang berdasarkan informasi yang didapatkannya secara tidak langsung. Dapat disimpulkan bahwa *misappropriates material, nonpublic information from any source, and uses that information to his (her) advantage in securities transaction, is guilty of insider trading*. Pertimbangan yang dipergunakan dalam teori tersebut adalah adanya penyalahgunaan informasi yang belum tersedia bagi masyarakat yang diperoleh dari orang lain untuk melakukan transaksi efek. Hal yang perlu diperhatikan adalah bahwa tidak semua informasi meskipun material dan dapat mempengaruhi harga saham harus dipublikasikan, antara lain informasi yang belum matang untuk dipublikasikan, informasi yang jika dipublikasikan akan dimanfaatkan oleh pesaingnya sehingga merugikan perusahaan, serta informasi yang sifatnya rahasia perusahaan.

⁶⁶ Bandingkan juga dengan: F. William McCarty, *The Legal Environment of Business*, (Homewood: Irwin, 1990), hal 464, yang menyatakan batasan perdagangan orang dalam yaitu "*the trading of a firm's securities by persons whose access to confidential and non public information gives them advantage in trading those securities.*"; Henry R. Cheeseman, *Business Law: The Legal, Ethic, and International Environment*, (New Jersey: Englewood Cliffs, 1995), hal 704, yang menyatakan batasan perdagangan orang dalam yaitu "*when insider makes profit by personally purchasing share of the corporation prior to the public release of favorable information or by selling shares of the corporation prior to the public disclosure of unfavorable information.*"; Roger E. Meiner, *et. Al.*, *The Legal Environment of Business*, (St. Paul: West Publishing, 1988), hal 594, yang menyatakan batasan perdagangan orang dalam yaitu "*Buying or selling of stock by persons who have access to information affecting the value of the stock that has not yet been revealed to the public.*"; David L. Ratner, *et. Al.*, *Securities Regulation: Cases and Materials*, (St. Paul: West Publishing, 1991), hal 97, yang menyatakan batasan perdagangan orang

1. Menurut Bismar Nasution

Praktek perdagangan orang dalam ini terjadi apabila orang dalam perusahaan melakukan perdagangan dengan menggunakan informasi yang belum dipublikasikan. Dalam hal ini, orang dalam mempunyai informasi yang mengandung fakta material yang dapat mempengaruhi harga saham. Posisi orang dalam yang lebih baik (*informational advantages*) dibandingkan dengan investor lain dalam perdagangan saham, telah menciptakan perdagangan saham yang tidak adil. Perdagangan orang dalam pada pokoknya adalah suatu praktek perdagangan saham yang dilakukan orang dalam perusahaan dengan menggunakan informasi yang mengandung fakta material yang dimilikinya, di mana informasi itu belum terbuka (tersedia) untuk umum (*inside non public information*).⁶⁷

2. Menurut *Black's law dictionary*:

*“Buying and selling corporate shares by officer, directors and stockholders who own more than 10% of stock of a corporation listed on a national exchange. Such transactions must be reported monthly to Securities Exchange Commission.”*⁶⁸

3. Menurut Donald C. Langervoort:

*“A term of art that refers to unlawful trading in securities by persons who posses material nonpublic information about company whose shares are traded or the market for it shares.”*⁶⁹

dalam yaitu *“purchases or sales by persons who have access to information which is not available to those with whom they deal or to traders generally.”*

⁶⁷ Jeffrey K. Setiawan, *op. cit.*, hal 43-44, sebagaimana dikutip dari Bismar Nasution, “Hukum Pasar Modal Dalam Perdagangan Saham,” *Diktat Kuliah Hukum Pasar Modal 2* (Jakarta: Program Magister Ilmu Hukum, Fakultas Hukum Universitas Pancasila, 2001), hal 30-31.

⁶⁸ Henry Campbell Black, *op. cit.*, hal 715-716.

⁶⁹ Donald C. Langervoort, *Insider Trading Regulation*, (Nashville, Tennessee: Clark Boardman Co. Ltd, 1987), hal 4. Terhadap batasan tersebut, Donald C. Langervoort mencatat dua hal penting, yaitu:

1. Istilah yang kurang cocok. Larangan terhadap perdagangan orang dalam diterapkan dalam lingkup orang yang terlalu luas dan berdasarkan pertimbangan tradisional orang dalam perusahaan;
2. Ketentuan yang berputar-putar, padahal batasan tersebut secara umum digunakan hanya menunjuk kepada perdagangan yang tidak sah (*unlawful trading*).

Batasan-batasan perdagangan orang dalam tersebut umumnya merujuk pada *Securities Exchange Act 1934* yang berlaku di Amerika Serikat. Sementara itu, UUPM sendiri tidak memberikan batasan yang tegas terhadap perdagangan orang dalam. Batasan yang terdapat pada UUPM hanya berkaitan dengan batasan terhadap transaksi yang dilarang yaitu orang dalam emiten yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan transaksi atas efek emiten yang bersangkutan.⁷⁰ Sementara itu, perdagangan efek dikatakan sebagai praktek perdagangan orang dalam jika memenuhi beberapa unsur, antara lain:⁷¹

1. Adanya perdagangan efek;
2. Dilakukan oleh orang-orang dalam perusahaan;
3. Adanya informasi orang dalam;
4. Informasi material tersebut belum diungkapkan dan belum terbuka untuk umum;⁷²
5. Perdagangan tersebut dimotivasi oleh informasi yang bersangkutan; serta bertujuan untuk mendapatkan untung.

UUPM tidak memberikan batasan perdagangan orang dalam secara tegas. Walaupun demikian, pasal-pasal 95, 96, 97 dan 98 UUPM merupakan format teknis yang diberikan oleh undang-undang tentang bagaimana pagar-pagar hukum memformat larangan perdagangan orang dalam.⁷³ Ketentuan dalam pasal-pasal tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

⁷⁰ Faizal Hafied, *op. cit.*, hal 49.

⁷¹ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op. cit.*, hal 269. Lihat juga Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 34. Berdasarkan unsur-unsur perdagangan orang dalam tersebut, maka kemungkinan terjadinya perdagangan orang dalam sebenarnya dapat dideteksi dari beberapa hal, yaitu:

1. Ada atau tidaknya orang dalam yang melakukan transaksi atas efek perusahaan di mana yang bersangkutan menjadi orang dalam;
2. Adanya peningkatan harga dan volume perdagangan efek sebelum diumumkannya informasi material kepada publik; serta
3. Terjadinya peningkatan/penurunan harga dan volume perdagangan yang tidak wajar.

⁷² Umumnya, pelanggaran perdagangan orang dalam disebabkan oleh adanya *assymetric information*, di mana satu pihak memiliki akses terhadap informasi yang lebih dari pada pihak lain.

⁷³ Larangan perdagangan orang dalam mulai diintrodusir dengan diberlakukannya Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548/KMK.013/1990 tentang Pasar Modal, yang merupakan suplemen atas UU No. 15 Tahun 1952 tentang Bursa, yang sama sekali tidak mengatur secara spesifik tentang kejahatan-kejahatan yang ada di pasar modal. Lihat Hamud Balfas, *op. cit.*, hal 442-443.

1. Pasal 95 UUPM

Pasal 95 UUPM memberikan penjelasan tentang cakupan pengertian orang dalam dan batasan terhadap transaksi yang dilarang yaitu orang dalam dari emiten yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan transaksi pembelian atau penjualan atas efek emiten dimaksud atau perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten yang bersangkutan.

Yang dimaksud dengan orang dalam menurut penjelasan Pasal 95 UUPM adalah:⁷⁴

- a. Komisaris, direktur, atau pegawai emiten;
- b. Pemegang saham utama emiten;
- c. Orang perorangan yang mempunyai kedudukan⁷⁵/profesi/hubungan usaha⁷⁶ yang memungkinkannya untuk memperoleh informasi orang dalam; atau
- d. Pihak yang dalam waktu enam bulan terakhir tidak lagi menjadi pihak-pihak tersebut.

Sementara itu, yang dimaksud informasi orang dalam adalah informasi material yang dimiliki oleh orang dalam yang belum tersedia untuk umum dan masih bersifat rahasia. Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang

⁷⁴ Definisi ini tidak jauh berbeda dengan batasan dari *US Supreme Court* yang memasukkan “*officers and directors, controlling persons and members of the immediate family of those*” sebagai orang dalam. Walaupun demikian, *US Supreme Court* juga memiliki terminologi tentang “orang dalam sementara” yaitu para penjamin emisi, akuntan publik, konsultan hukum, dan lain sebagainya, yang karena hubungan kerjanya dengan emiten memiliki informasi orang dalam. *Rule 10-b-5 sec* bahkan mendefinisikan orang dalam sebagai semua orang yang memiliki materi informasi yang belum diungkapkan ke publik. Lihat Adrian Sutedi, *op. cit.*, hal 125. Bandingkan dengan Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 35. Menurut Najib A. Gisymar, batasan orang dalam yang dipergunakan UUPM sebenarnya adalah terjemahan dari *Securities Exchange Act of 1934*, khususnya Section 10(b) dan 10b-5, yaitu:

1. *Officer, Directors, and employees at all level of company;*
2. *Lawyer, Accountants, Consultants, and other agent and representatives who are hired by company on a temporary and nonemployee status to provide services or work to the company;*
and
3. *Others who owe a fiduciary duty to the company.*

⁷⁵ Kata “kedudukan” mengacu pada jabatan pada lembaga, institusi, atau badan pemerintah.

⁷⁶ Hubungan usaha” mengacu pada hubungan kerja atau kemitraan dalam kegiatan usaha, antara lain hubungan nasabah, pemasok, kontraktor, pelanggan dan kreditur.

dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, calon pemodal atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.⁷⁷

Ada juga yang memberikan pengertian kepada informasi orang dalam sebagai segala sesuatu yang merupakan kejadian dalam perusahaan (*corporate affairs*) yang belum terbuka untuk umum, di mana pihak orang dalam dari perusahaan yang bersangkutan telah terlebih dahulu mengetahui informasi tersebut, misalnya jika perusahaan akan melakukan akuisisi. Informasi tersebut tidak dibenarkan untuk menjadi dasar pertimbangan dalam melakukan perdagangan.⁷⁸

2. Pasal 96 UUPM

Pasal 96 UUPM menjelaskan lebih lanjut mengenai larangan orang dalam untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek emiten atau perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten. Selain dilarang melakukan pembelian atau penjualan efek, orang dalam juga dilarang mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek dimaksud atau memberikan informasi orang dalam kepada pihak manapun yang patut diduga dapat menggunakan informasi dimaksud untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek.⁷⁹ Oleh karena itu,

⁷⁷ Informasi yang dimaksud juga harus merupakan informasi yang ada dan terkait dengan perusahaan atau emiten tersebut. Misalnya saja informasi mengenai kebijakan moneter yang diambil pemerintah, yang kemudian dapat mempengaruhi jalannya perusahaan. Walaupun informasi tersebut penting dan terkait perusahaan, namun bukan merupakan informasi orang dalam karena informasi tersebut tidak berada di dalam perusahaan. Informasi yang bersifat rahasia berharga ini dapat berupa apa pun, misalnya seperti yang dicantumkan dalam lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-86/PM/1996 (Peraturan No. X.K.1), yang menyebutkan beberapa peristiwa seperti penggabungan usaha, peleburan usaha atau pembentukan usaha patungan, pendapatan dividen yang luar biasa sifatnya, perolehan dan kehilangan kontrak penting, adanya produk atau penemuan baru yang berarti, dan beberapa peristiwa penting lainnya. Lihat Hamud Balfas, *op. cit.*, hal 439 dan hal 452.

⁷⁸ Jack P. Friedman, *Dictionary of Business Term*, (New York: Baron's Educational Series, Inc., 1987), hal 288. Walaupun tidak dengan tegas disebutkan dalam UUPM, namun sebenarnya yang dilarang adalah informasi yang tergolong ke dalam *corporate information*.

⁷⁹ Ketentuan Pasal 96 UUPM ini adalah larangan terhadap orang dalam untuk mempengaruhi atau memberikan informasi orang dalam kepada pihak lain. Larangan ini dilatarbelakangi oleh adanya kemungkinan yang terjadi di mana orang dalam memberikan informasi kepada orang-orang terdekat, baik karena hubungan kerja maupun hubungan keluarga. Orang dalam diwajibkan berhati-hati dalam menyebarkan informasi agar informasi tersebut tidak disalahgunakan oleh pihak yang menerima informasi tersebut untuk melakukan pembelian atau

secara teknis pelaku perdagangan orang dalam dibedakan menjadi 2 (dua) jenis, yaitu:⁸⁰

- a. Pihak yang memiliki informasi orang dalam dikarenakan status atau kedudukannya sebagai orang dalam atau disebut juga pihak yang mengemban kepercayaan secara langsung maupun tidak langsung dari emiten (yang berada dalam *fiduciary position*) dan dikenal dengan istilah *tippeer*;
- b. Pihak yang menerima informasi orang dalam dari pihak pertama, yang disebut *tippees*.

3. Pasal 97 UUPM

Jika Pasal 95 dan Pasal 96 UUPM hanya memberikan larangan terhadap orang dalam, maka Pasal 97 UUPM menegaskan bahwa semua pihak yang dengan sengaja berusaha secara melawan hukum⁸¹ untuk memperoleh informasi orang dalam, dan kemudian memperoleh informasi orang dalam tersebut, akan dikenakan larangan yang sama dengan larangan yang berlaku bagi orang dalam, sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96 UUPM. Walaupun demikian, Pasal 97 UUPM ini juga mengatur bahwa pihak yang menerima informasi orang dalam dan kemudian memperolehnya tanpa melawan hukum tidak dikenakan larangan yang berlaku bagi orang dalam sebagaimana diatur dalam Pasal 95 dan Pasal 96 UUPM, sepanjang informasi tersebut disediakan oleh emiten tanpa pembatasan.⁸² Hal ini berbeda dengan pengaturan di Amerika Serikat, di

penjualan atas efek. Lihat Indra Safitri, *Transparansi, Independensi dan Pengawasan Kejahatan Pasar Modal*, cet. 1, (Jakarta: Go Global Book & Publication Book Division, 1998), hal 234.

⁸⁰ Faizal Hafied, *op. cit.*, hal 69-70.

⁸¹ Contoh perbuatan melawan hukum, antara lain berusaha memperoleh informasi dengan cara mencuri, membujuk orang dalam, atau dengan cara kekerasan atau ancaman.

⁸² Sebagai contoh, apabila seseorang yang bukan orang dalam meminta informasi dari emiten dan kemudian memperolehnya dengan mudah tanpa pembatasan, maka orang tersebut tidak dikenakan larangan yang berlaku bagi orang dalam. Namun demikian, apabila pemberian informasi orang dalam disertai dengan persyaratan untuk merahasiakannya atau persyaratan lain yang bersifat pembatasan terhadap pihak yang memperoleh informasi orang dalam, maka berlaku larangan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96 UUPM. Lihat penjelasan Pasal 97 ayat (1) UUPM.

mana pihak yang menerima informasi orang dalam dan memperolehnya baik secara melawan hukum maupun tidak melawan hukum kemudian menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi, dapat dihukum karena perdagangan orang dalam, berdasarkan *misappropriation theory*.⁸³

Seharusnya UUPM juga menjerat pihak lain yang menerima informasi dari orang dalam (tidak secara melawan hukum) yang masih belum masuk kategori persyaratan “dengan pembatasan” sebagaimana dimaksud dalam Pasal 97 ayat (2) UUPM, bahkan mungkin hanya pasif saja dalam menerima informasi tersebut tetapi kemudian digunakan untuk perdagangan efek. UUPM menggunakan kata-kata “berusaha untuk memperoleh informasi” bagi pihak lain, yang berarti pihak lain tersebut harus aktif dan berinisiatif untuk mendapatkan informasi tersebut. Pihak *tippee*, baik yang aktif mencari informasi maupun yang pasif menerima informasi tanpa mencarinya, seharusnya dilarang juga untuk melakukan perdagangan orang dalam. Selain itu, *secondary tippee* atau pihak lain yang menerima informasi orang dalam bukan langsung dari orang dalam melainkan melalui *tippee* yang lain, juga harus dilarang.⁸⁴

Bukan hanya *tippee* yang dapat dikenakan hukuman, karena biasanya atasan dari *tippee* juga dapat dimintakan pertanggungjawaban berdasarkan teori “tanggung jawab pengganti” (*vicarious liability*). Di Amerika Serikat,

⁸³ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op. cit.*, hal 268. Seseorang yang memberikan informasi material non publik kepada pihak lain disebut *tipper* sedangkan penerima informasi non publik tersebut disebut *tippee*. Di Amerika Serikat, dengan *Misappropriation Theory*, *tippee* dianggap mengetahui bahwa informasi yang didapatkan dari *tipper* adalah informasi yang belum terbuka kepada masyarakat, dan menyalahgunakan informasi tersebut untuk melakukan perdagangan efek. Misalnya seperti kasus *United States vs. O'Hagan* (177 Supreme Court 2199 Tahun 1997). Lihat juga Hamud Balfas, *op. cit.*, hal 450. Dengan memberlakukan *misappropriation theory* maka cakupan hukuman atas perdagangan orang dalam akan menjadi lebih luas. Misalnya pegawai pemerintah yang mengetahui bahwa emiten tertentu akan mendapatkan kontrak (menang tender) besar dari pemerintah atau pegawai Bapepam-LK yang mengurus dokumen-dokumen tertentu. Dokter yang sedang menangani pasien dan mendengar informasi serta menggunakannya juga dapat dihukum dengan perdagangan orang dalam.

⁸⁴ Lihat Munir Fuady, *op. cit.*, hal 172-173. Salah satu kasus *secondary tippee* adalah kasus *Candy, Robert & Co* di Amerika Serikat, di mana seorang broker terdaftar menerima informasi dari orang dalam suatu perusahaan bahwa perusahaan tersebut akan melakukan *divident cut*, informasi mana belum diumumkan kepada publik. Selanjutnya broker tersebut memberi informasi yang bersangkutan kepada pelanggannya dan menasihatinya agar dia menjual saham-sahamnya di perusahaan tersebut. Selanjutnya, *Securities Exchange Commission* menjatuhkan tindakan disiplin bagi broker yang bersangkutan, karena dianggap telah melakukan perdagangan orang dalam berbentuk penipuan terhadap pihak pembeli saham yang bersangkutan.

teori ini diberlakukan dalam kasus *State Teachers Retirement Board v. Flour Corp* (1983). Selain itu, pihak-pihak seperti konsultan hukum pasar modal, akuntan publik dan notaris juga terikat untuk tidak melakukan perdagangan saham dari emiten yang bersangkutan, berdasarkan teori yang dikenal dengan *Contractual Obligation of Confidentiality*.

4. Pasal 98 UUPM

Pasal 98 UUPM menyatakan bahwa perusahaan efek yang memiliki informasi orang dalam mengenai emiten dilarang pula melakukan transaksi efek dari emiten tersebut, kecuali jika transaksi tersebut dilakukan bukan atas tanggungannya sendiri melainkan atas perintah dari nasabahnya dan perusahaan efek tersebut tidak memberikan rekomendasi kepada nasabahnya mengenai efek yang bersangkutan. Ketentuan pasal ini memberikan kemungkinan kepada perusahaan efek untuk melakukan transaksi efek semata-mata untuk kepentingan nasabahnya karena salah satu kegiatan perusahaan efek adalah sebagai perantara pedagang efek (pialang) yang wajib melayani nasabahnya dengan baik. Hal yang perlu diperhatikan adalah bahwa dalam melaksanakan transaksi efek tersebut, perusahaan efek tidak boleh memberikan rekomendasi apa pun kepada nasabahnya tersebut.

Dalam prakteknya, ketentuan Pasal 98 UUPM ini kerap disalahgunakan. Orang dalam yang akan melakukan perdagangan orang dalam biasanya memilih pialang yang memiliki hubungan khusus atau terafiliasi untuk mencapai tujuannya, sehingga operasi pasar yang ia lakukan tidak dapat terdeteksi. Untuk mengatasi hal ini, di dalam mekanisme dan standar operasional, perusahaan efek hendaknya menyeleksi nasabah-nasabahnya yang berpotensi melakukan perdagangan orang dalam. Selain itu, perlu dibuat batasan bagi komisaris, direktur, atau pegawai emiten untuk membeli atau menjual saham perusahaan mereka dalam jumlah yang signifikan, dan berkewajiban menyampaikan penjelasan tentang transaksi tersebut.

Pasal 98 UUPM adalah aturan dasar yang harus dipegang oleh perusahaan efek atau pihak yang bekerja di perusahaan efek. Agar

perusahaan efek tidak dianggap turut melegalisasi perdagangan orang dalam, perlu diperhatikan hal-hal sebagai berikut:⁸⁵

- a. Jika suatu perusahaan efek memiliki divisi *investment banking*, yaitu *corporate finance* yang memiliki informasi material tentang emiten yang ditanganinya misalnya mengenai *restructuring* atau langkah finansial lainnya, maka divisi ini tidak boleh dikunjungi dan tidak boleh berhubungan dengan divisi *trading* yang setiap hari melakukan transaksi saham emiten tersebut. Sebagai langkah preventif dan untuk membatasi agar informasi orang dalam tidak digunakan, maka perlu adanya ketentuan mengenai *chinese wall*, yaitu pemisahan yang tegas atas masing-masing divisi di perusahaan efek. *Chinese wall* adalah suatu istilah dalam dunia keuangan yang merekomendasikan suatu pemisahan antara dua bagian atau kegiatan yang mungkin menimbulkan konflik kepentingan dan dapat merugikan pihak lain.⁸⁶ Sebagai contoh, antara bagian atau fungsi *corporate-advisory* dan *broker/dealer*.⁸⁷ Bapepam-LK telah memformulasikan mekanisme ini dalam Peraturan No. V-D-3 tentang Pengendalian Intern dan Penyelenggaraan Pembukuan Oleh Perusahaan Efek.
- b. Jika seorang *sales* mengetahui adanya informasi orang dalam atas saham suatu emiten, maka ia dilarang untuk memberitahu informasi tersebut kepada nasabahnya. *Sales* tersebut juga harus berhati-hati dalam menyampaikan rekomendasi kepada nasabahnya, agar tidak terkena ketentuan perdagangan orang dalam.

⁸⁵ Indra Safitri, *op. cit.*, hal 235-236.

⁸⁶ "Kamus Investor: C," <<http://suarainvestor.com/c.html>>, diakses 30 Januari 2010.

⁸⁷ Hendy M. Fakhruddin, *Istilah Pasar Modal A-Z*, (Jakarta: PT. Elex Media Komputindo, 2008), hal 35.

Berdasarkan Pasal 95 sampai dengan Pasal 98 tersebut di atas, maka pelaku perdagangan orang dalam menurut UUPM dapat diklasifikasikan sebagai berikut.⁸⁸

<i>INSIDER</i>		<i>OUTSIDER</i>	
1.	Komisaris, direktur, pegawai	A.	<i>Tippee I</i>
2.	Pemegang saham utama	1.	Pihak lain yang dipengaruhi (tidak dihukum)
3.	Pihak karena kedudukannya	2.	Pihak lain yang diberikan informasi (tidak dihukum)
4.	Pihak karena profesinya	B.	<i>Tippee II</i>
5.	Pihak karena hubungan usahanya	1.	Pihak lain yang memperoleh informasi orang dalam dari orang dalam secara melawan hukum (dihukum berdasarkan Pasal 97 huruf a UUPM)
6.	Pihak yang telah berhenti dalam kurun waktu 6 bulan (Penjelasan Pasal 95)	2.	Pihak lain yang memperoleh informasi (dengan pembatasan) dari orang dalam tidak secara melawan hukum (dihukum berdasarkan Pasal 97 huruf b UUPM)
Melakukan		C.	<i>Tippee III</i>
1.	Pembelian/penjualan efek Perusahaan publik (dihukum berdasarkan Pasal 95 huruf a UUPM)		Pihak lain yang memperoleh informasi dari <i>tippee I</i> dan <i>II</i> (tidak dihukum karena tidak diatur)
2.	Pembelian/penjualan efek perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan perusahaan terbuka (dihukum berdasarkan Pasal 95 huruf b UUPM)	D.	Perusahaan efek yang memiliki informasi orang dalam, kecuali atas perintah nasabah dan tidak memberikan rekomendasi (dihukum berdasarkan Pasal 98 UUPM)
3.	Mempengaruhi pihak lain (dihukum berdasarkan Pasal 96 huruf a UUPM)		
4.	Memberikan informasi kepada pihak lain yang patut diduga akan melaksanakan perdagangan orang dalam (dihukum		

⁸⁸ Munir Fuady, *op. cit.*, hal 174-175. Dengan catatan bahwa perusahaan terbuka dianggap termasuk emiten.

berdasarkan Pasal 96 huruf b UUPM)	
------------------------------------	--

5. Pasal 99 UUPM

Pasal 99 UUPM menyatakan bahwa Bapepam-LK dapat menetapkan transaksi efek yang tidak termasuk transaksi efek yang dilarang sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96 UUPM. Dengan demikian, tidak semua bentuk perdagangan orang dalam tersebut dilarang. Tidak semua tindakan yang menggunakan informasi orang dalam sebagai dasar dalam melakukan perdagangan dapat dikategorikan sebagai tindakan perdagangan orang dalam. Sebaliknya, ada juga peristiwa di mana informasi orang dalam tidak boleh dipublikasikan, tetapi juga tidak boleh menjadi dasar suatu perdagangan. Pengecualian terhadap perdagangan orang dalam dipertegas dengan peraturan Nomor XI.C.1. Keputusan Ketua Bapepam-LK No. KEP-58/PM/1998 tentang Transaksi Efek Yang Tidak Dilarang Bagi Orang Dalam. Berdasarkan UUPM dan peraturan-peraturan lainnya yang ada, dapat disimpulkan beberapa contoh perdagangan orang dalam yang tidak dilarang adalah sebagai berikut.⁸⁹

- a. Berdasarkan Pasal 97 ayat (2) UUPM, maka pihak yang menerima informasi orang dalam dan kemudian memperolehnya tanpa melawan hukum tidak dikenakan larangan yang berlaku bagi orang dalam. Hal ini membuka peluang untuk pihak tertentu (*tippee*) yang mendapatkan informasi orang dalam secara pasif dari orang dalam. Misalnya pihak lain tersebut sedang di restoran dan mendengar orang-orang di meja sebelahnya membicarakan masalah dari suatu perusahaan terbuka yang tergolong sebagai informasi orang dalam. Apabila pihak lain tersebut kemudian menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi atas efek perusahaan terbuka yang dibicarakan di restoran tadi, maka pihak lain tersebut tidak dapat dipersalahkan atas perdagangan orang dalam.

⁸⁹ Arianto Wiwanto Soegijo, *op. cit.*, hal 97-99.

- b. Berdasarkan Pasal 98 UUPM, perusahaan efek yang juga menjadi orang dalam diperkenankan untuk melakukan transaksi atas efek emiten di mana mereka menjadi orang dalamnya, asalkan transaksi tersebut semata-mata atas perintah nasabahnya, dan perusahaan efek tersebut tidak memberikan rekomendasi apa pun. Pengecualian terhadap perusahaan efek ini sering menjadi celah hukum yang disalahgunakan. Perusahaan efek merupakan institusi yang menjadi wahana dan jaringan penggunaan informasi orang dalam untuk membeli dan menjual saham. Sering terjadi keterlibatan seorang pialang dalam melegalisasikan praktek perdagangan orang dalam, atau terjadi kebocoran informasi dari *investment banking* atau *corporate finance* ke bagian *dealing room* sehingga informasi tersebut dimanfaatkan untuk membeli saham.⁹⁰
- c. Berdasarkan literatur serta peraturan terkait perdagangan orang dalam lainnya, para ahli atau analis independen, yang karena keahlian dan ketajaman analisisnya dapat saja mengetahui atau memperkirakan apa yang sedang terjadi dalam suatu perusahaan terbuka, termasuk persoalan yang tergolong informasi orang dalam. Apabila kemudian pihak analis itu melakukan perdagangan atau menyuruh atau merekomendasikan ke pihak lain untuk melakukan perdagangan atas efek perusahaan terbuka tersebut, maka dia tidak bisa dipersalahkan dan dihukum atas perdagangan orang dalam.

2.4. Dampak Praktek Perdagangan Orang Dalam Terhadap Perkembangan Pasar Modal di Indonesia

Perdagangan orang dalam dilarang karena berdampak buruk bagi perkembangan pasar modal di Indonesia. Selain itu, beberapa pertimbangan untuk melarang perdagangan orang dalam dapat dijelaskan sebagai berikut:⁹¹

⁹⁰ Indra Safitri, *op. cit.*, hal 234.

⁹¹ Munir Fuady, *op. cit.*, hal 168-169. Lihat juga Faizal Hafied, *op. cit.*, hal 70-77. Secara khusus perdagangan orang dalam dapat menimbulkan kerugian bagi berbagai pihak, sebagai berikut:

1. Bagi investor

1. Perdagangan orang dalam berbahaya bagi mekanisme pasar yang fair dan efisien, serta akan mengakibatkan:
 - a. Pembentukan harga yang tidak fair karena kurangnya informasi yang merata yang dimiliki para pelaku bursa (teori *informed market*). Informasi orang dalam hanya dimiliki oleh orang dalam atau sekelompok orang tertentu yang mempunyai akses terhadap orang dalam sehingga harga yang terbentuk di pasar tidak adil.
 - b. Perlakuan yang tidak adil di antara para pelaku pasar (teori *market egalitaris* atau *fair play*). Pasar modal yang baik seharusnya memperlakukan semua anggotanya secara sama dan adil, sehingga semua pelaku pasar modal berhak atas informasi yang sama.
 - c. Berbahaya bagi kelangsungan pasar modal. Hilangnya kepercayaan investor terhadap bursa karena adanya diskriminasi informasi akan menyebabkan perubahan kebijakan investasinya dan akhirnya bursa tidak lagi dianggap sebagai sumber pembiayaan yang menguntungkan.
2. Perdagangan orang dalam berdampak negatif bagi emiten. Hilangnya kepercayaan investor terhadap emiten membuat emiten sulit merebut

-
- a. Kehilangan potensi untuk mendapatkan keuntungan. Jika isi dari informasi material menyebabkan kenaikan harga saham emiten, maka investor tidak mendapatkan kesempatan untuk membeli saham emiten pada saat harga saham belum naik.
 - b. Mengalami kerugian karena terlambat mengantisipasi informasi material yang mengabarkan hal-hal buruk yang menyebabkan harga saham emiten turun. Emiten terlambat menjual sahamnya terlebih dahulu sebelum harga saham turun sehingga investor menderita kerugian.
2. Bagi emiten
Investor kehilangan kepercayaan atas profesionalisme kerja emiten karena emiten dianggap gagal menjalankan prinsip GCG pada perusahaannya. Investor bisa menarik keluar investasinya sehingga emiten dapat mengalami kesulitan likuiditas.
 3. Bagi Bursa Efek
Apabila perdagangan orang dalam terus terjadi dengan marak, maka pada akhirnya bursa efek akan mengalami kerugian yaitu:
 - a. Kehilangan kredibilitasnya sehingga tidak ada lagi investor yang mau berinvestasi;
 - b. Investor yang ada akan mengalihkan investasinya ke bursa efek lain.
 4. Bagi Bapepam-LK
Bapepam-LK juga bisa kehilangan kredibilitasnya di mata investor dan pihak terkait karena Bapepam-LK sebagai lembaga pengawas seharusnya menjadi garda terdepan untuk menghentikan praktek curang di bursa efek.
 5. Bagi Pemerintah
Jika bursa efek tidak dapat diharapkan lagi, pada akhirnya kredibilitas ekonomi pemerintahan juga akan disanksikan oleh otoritas-otoritas asing. Pihak asing tidak akan menginvestasikan dananya sehingga pemerintah akan kekurangan dana untuk membangun perekonomian negara.

kembali simpati masyarakat. Hal ini akan berdampak negatif secara luas baik dari segi ekonomis, sumber daya serta pangsa pasar yang ada.

3. Tidak adanya perlindungan dan keadilan untuk investor, serta adanya kerugian bagi investor karena investor membeli efek pada harga yang mahal dan menjualnya pada harga yang murah.
4. Kerahasiaan adalah milik perusahaan (teori *business property*). Rahasia perusahaan tidak dapat dipergunakan semauanya oleh pemegang informasi material karena akan mengakibatkan kerugian secara ekonomis bagi perusahaan. Bocornya informasi rahasia perusahaan kepada pihak luar sebelum informasi tersebut diumumkan kepada publik, membuat pihak yang mendapatkan informasi tersebut bisa mengambil keuntungan untuk melakukan perdagangan orang dalam.

2.5. Munculnya Kontroversi dan Usaha Untuk Melegalkan Perdagangan Orang Dalam

Pasar modal yang penuh dengan dinamika dan gejolak informasi akan selalu dipenuhi informasi orang dalam. Dalam mengambil keputusan investasi, investor akan dihadapkan pada pilihan informasi yang bisa berbentuk isu atau fakta, namun banyak orang yang memilih untuk mencari informasi orang dalam untuk membeli saham. Hal ini menimbulkan pepatah dari Daniel Draw yang menyatakan bahwa “*to speculate in wall street when you are not insider is the buying cows by candle light*”.⁹²

Larangan perdagangan orang dalam dapat dikatakan sebagai larangan penggunaan informasi rahasia. Walaupun demikian, pasar yang harus menggunakan informasi, tidak mungkin benar-benar dapat menjaga kerahasiaan sebuah informasi material. Oleh karena itu, dalam perkembangan hukum yang mengatur tentang larangan perdagangan orang dalam, formulasinya tidak akan pernah dapat menghilangkan praktek perdagangan orang dalam dari bursa efek karena perdagangan orang dalam adalah praktek yang diharamkan namun

⁹² Indra Safitri, *op. cit.*, hal 240, sebagaimana dikutip dari John C. Boland, *Wall Street's Insiders*, (New York: 1985), hal 15.

dicintai.⁹³ Hal ini kemudian memicu munculnya pendapat untuk melegalkan perdagangan orang dalam dan menimbulkan kontroversi dalam masyarakat.

Ada ahli yang berpendapat bahwa perdagangan orang dalam baru merupakan masalah jika terdapat unsur penipuan. Michael Rozeff profesor dari *University of Iowa* berpendapat bahwa perdagangan orang dalam adalah topik kontroversial yang belum ada kesepakatan mengenai hal tersebut. Menurutnya, sebagian besar investor telah menerima perdagangan orang dalam sebagai suatu kenyataan, dan perdagangan orang dalam hanya akan menarik perhatian masyarakat jika ada berita yang spektakuler di media massa.⁹⁴ Perdagangan orang dalam dianggap tidak merupakan suatu pelanggaran dalam transaksi efek, melainkan justru merupakan sesuatu yang positif dalam menaikkan harga efek di bursa dan akan mendatangkan keuntungan bagi yang memiliki informasi atau pengetahuan terlebih dahulu, karena yang mendapatkan informasi atau pengetahuan sudah selangkahnya mendapatkan keuntungan.⁹⁵

Terkait kontroversi mengenai perdagangan orang dalam, terdapat dua pendapat yang saling bertentangan, yang dapat dijelaskan seperti di bawah ini:⁹⁶

1. Pendapat H. Manne, yang menyatakan:

*“Insider trading provides an incentive for enterpreneurial activity, and that it enhances market efficiency through the faster dissemination of information.”*⁹⁷

⁹³ *Ibid.*, hal 241.

⁹⁴ Adrian Sutedi, *op. cit.*, hal 127.

⁹⁵ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 46-47.

⁹⁶ Adrian Sutedi, *op. cit.*, hal 127-128.

⁹⁷ Manne juga menyatakan bahwa *“the first is that insider trading by insiders allows information to rapidly impounded in the prices of securities. As a result, the efficiency of capital market increases. Because firms use securities prices in making investment and capital budgeting decisions, increases in prices efficiency will lead to higher levels of economic output.”* Selain itu, David M. Brodsky dan Daniel J. Kamen menyatakan bahwa *“although section 10 (b) and Rule 10b-5 have become the primary provisions for prosecuting insider trading, the initial basis for this application of the securities law is somewhat obscure.”* Lihat Hamud Balfas, *op. cit.*, hal 440, sebagaimana dikutip dari Jie Hu dan Thomas H. Noe, *“The Insider Trading Debate,” Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, fourth quarter, 1977, hal 34.

H. Manne berpendapat bahwa perdagangan orang dalam memberikan insentif bagi kegiatan kewirausahaan dan dapat meningkatkan efisiensi pasar melalui informasi yang cepat tersebar. Hipotesis yang dipergunakan Manne dalam menganalisis pendapatnya adalah *the efficient market hypothesis and the random walk hypothesis*. Berdasarkan *the efficient market hypothesis*, maka harga saham akan terefleksikan berdasarkan informasi yang tersedia dan kemudian harga akan bergerak secara *random*.⁹⁸

2. Pendapat Bhattacharya dan Daouk, yang menyatakan:

“Recently, empirical studies have also found that the proper enforcement of insider trading laws reduces the cost of equity capital by about 5%, which suggest that any advantage from a market efficiency perspective is outweighed by the loss of investor confidence caused by insider trading.”

Bhattacharya dan Daouk berpendapat bahwa berdasarkan studi empiris diketahui bahwa penegakan hukum terkait kasus perdagangan orang dalam akan mengurangi biaya modal sekitar 5%, membantu efisiensi pasar dan meningkatkan kepercayaan investor. Pendapat ini banyak didukung karena melindungi investor dan akan membantu pencapaian tiga hal penting, yaitu:

- a. Regulasi yang efektif di bidang hukum untuk mengembangkan pasar modal dan melindungi investor;
- b. Siklus keterkaitan positif antara investor dan perusahaan publik di mana dengan tingkat risiko yang rendah akan dicapai biaya operasional yang rendah, sehingga akan menarik perusahaan-perusahaan untuk menjadi perusahaan publik yang terdaftar di pasar modal;
- c. Para regulator dan penegak hukum pasar modal mampu mendeteksi dan mencegah tindakan-tindakan yang dapat merugikan investor.

Sementara itu, di Indonesia, kontroversi terkait usaha melegalkan perdagangan orang dalam muncul karena sulitnya membuktikan kasus

⁹⁸ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 47. Menurut Manne, jika orang dalam diperbolehkan melakukan transaksi maka mereka akan sering melakukan transaksi saham sehingga menjadi pasti dan pasar akan lebih efisien. Kritikan terhadap analisis Manne tersebut adalah larangan orang dalam untuk mendapatkan keuntungan *immoral* dari praktek perdagangan orang dalam.

perdagangan orang dalam sehingga sulit pula menjerat dan menghukum pelakunya. Salah satu penyebab sulitnya pembuktian dalam perkara perdagangan orang dalam adalah tempat kejadian perkara (*locus delicty*) dan waktu kejadian (*tempus delicty*) yang merupakan rangkaian sebuah sistem yang kompleks dan kasat mata. Pada perdagangan orang dalam, sulit dibuktikan kapan dan di mana informasi orang dalam diberikan. Hal ini berbeda dengan kejahatan konvensional seperti pencurian, di mana lokasi dan waktunya dapat diketahui secara jelas.⁹⁹

Selain itu, seseorang yang melakukan perdagangan orang dalam, biasanya termasuk kelompok masyarakat dalam lingkaran aktifitas finansial, dan umumnya merupakan golongan yang memiliki akses kepada institusi pasar itu sendiri. Pelaku perdagangan orang dalam tersebut umumnya cukup profesional untuk menutupi perbuatannya sehingga tidak mudah dilacak. Misalnya mereka menggunakan rekening bank maupun pialang di negara lain untuk membeli saham di Jakarta sehingga sulit dilacak oleh pihak penyelidik.¹⁰⁰

Banyak kasus perdagangan orang dalam dilakukan bukan oleh satu orang, namun justru secara berantai dan berkelompok, sehingga semakin mempersulit pembuktian. Obyek yang harus dibuktikan juga berupa penggunaan informasi material, sehingga memang diperlukan beberapa metode dan rangkaian proses pembuktian yang cukup panjang.¹⁰¹

Dengan demikian, jelas bahwa kesulitan pembuktian adalah alasan mendasar hambatan penegakan hukum dalam perkara perdagangan orang dalam. Hal ini terbukti karena sejak lahirnya pasar modal Indonesia hingga saat ini, belum terdapat kasus perdagangan orang dalam yang dikenakan hukuman melalui mekanisme pengadilan. Walaupun demikian, menurut Tumanggor, perdagangan orang dalam tetap perlu dilarang. Untuk mengefektifkan sanksi bagi para pelaku perdagangan orang dalam, maka mereka dapat dijerat dengan perbuatan melawan hukum dan sanksi yang dikenakan berupa ganti rugi atau denda, atau penyelesaian melalui *Alternative Dispute Resolution* (“ADR”), di mana dijatuhkannya sanksi

⁹⁹ Lina M. Ibrahim, “Upaya Penegakan Hukum Atas Tindak Pidana Pencucian Uang Sebagai Hasil Tindak Pidana Insider Trading di Pasar Modal Indonesia,” (Tesis Program Magister Hukum Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2005), hal 76.

¹⁰⁰ Iman SjahputraTunggal, *op. cit.*, hal 112.

¹⁰¹ Indra Safitri, *op. cit.*, hal 228-229.

pidana adalah upaya akhir. Besarnya ganti rugi atau denda tersebut juga dapat disesuaikan dengan tingkat kerugian akibat dari pelanggaran tersebut agar dapat menimbulkan efek jera.

2.6. Analisa Kasus Bank Bali

Kasus Bank Bali yang terjadi di tahun 1999 ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Latar Belakang

Kontroversi kasus Bank Bali muncul berkaitan dengan terbongkarnya transaksi peralihan piutang (*cessie*) antara manajemen Bank Bali yang diwakili oleh Rudy Ramli kepada PT. Era Giat Prima yang diwakili Setia Novanto cs., di media massa minggu pertama bulan Agustus 1999. Kasus Bank Bali adalah contoh klasik sederhana bagaimana informasi orang dalam dipergunakan untuk keuntungan orang dalam, di mana orang dalam menggunakan informasi tersebut untuk menjual sahamnya dan kemudian beberapa saat kemudian informasi tersebut diumumkan kepada publik.¹⁰² Dasar hukum yang tepat untuk menyelesaikan kasus ini adalah Pasal 95 UUPM.

2. Tindakan hukum yang sudah dilakukan

Dua instansi pemerintah yang memiliki kewenangan investigasi (Kejaksaan Republik Indonesia dan Bapepam-LK), pada tanggal 13 Agustus 1999 memulai proses penyidikan atas dugaan adanya tindak pidana tersebut dengan dua fokus penyidikan yang berbeda. Kejaksaan menekankan pada aspek tindak pidana korupsi sedangkan Bapepam-LK menekankan pada aspek pelanggaran terhadap prinsip keterbukaan informasi di pasar modal. Selain melakukan penyidikan, Bapepam-LK melakukan pemeriksaan terhadap adanya dugaan pelanggaran berupa perdagangan dengan menggunakan informasi orang dalam atas transaksi saham Bank Bali di Bursa Efek Jakarta (saat ini dikenal sebagai Bursa Efek Indonesia) pada periode perdagangan 6 Juli 1999 sampai dengan 27 Juli 1999.¹⁰³

¹⁰² Hamud Balfas, *op. cit.*, hal 447.

¹⁰³ H. Jusuf Anwar (a), *op. cit.*, hal 43-44.

Pemeriksaan oleh Bapepam-LK dilakukan berdasarkan fakta-fakta yang mengindikasikan adanya perdagangan orang dalam, yaitu:¹⁰⁴

- a. Terjadinya peningkatan yang signifikan atas kepemilikan saham Bank Bali oleh satu *global custody*, yakni DBC pada periode tersebut, yakni dari 5,027% (lima koma nol dua tujuh persen) pada tanggal 6 Juli 1999 menjadi 20,082% (dua puluh koma nol delapan dua persen) pada tanggal 27 Juli 1999; serta
- b. Pada kurun waktu tersebut, terdapat sekurangnya tiga informasi materiil yang terjadi dan diduga telah diketahui terlebih dahulu oleh pihak tertentu yang sangat terbatas jumlahnya sebelum informasi tersebut dipublikasikan kepada masyarakat, yakni:
 - i. Transaksi pengalihan piutang dari manajemen Bank Bali kepada PT. EGP yang baru terbuka ketika SCB melakukan legal audit (*due dilligence*) sekitar bulan Juli 1999;
 - ii. Keputusan Bank Indonesia untuk mengubah status Bank Bali menjadi BTO yang baru dipublikasikan pada tanggal 23 Juli 1999; dan
 - iii. Keputusan Badan Peralihan Piutang Negara untuk menunjuk SCB selaku Tim Pengelola Bank Bali, yang baru dipublikasikan pada tanggal 26 Juli 1999.

Ketiga informasi ini diyakini merupakan informasi materiil yang dapat mempengaruhi harga saham Bank Bali di bursa efek serta mampu mempengaruhi keputusan pemodal sebelum melakukan penjualan atau pembelian saham Bank Bali pada periode tersebut. Walaupun demikian, pada akhirnya diputuskan bahwa tidak cukup alat bukti dalam kasus Bank Bali ini sehingga tidak dijatuhi sanksi apapun.

3. Analisa kasus

Apabila kedua fakta yang ditemukan oleh Bapepam-LK tersebut di atas dikaitkan dengan indikasi adanya perdagangan orang dalam dalam transaksi saham Bank Bali di bursa efek dan peningkatan kepemilikan saham Bank Bali

¹⁰⁴ *Ibid.*, hal 44.

oleh DBC pada periode yang sama, maka dapat diduga terjadi perdagangan orang dalam. Walaupun demikian, dalam kasus ini Bapepam-LK sebagai lembaga pengawas mengalami kesulitan untuk membuktikan salah satu unsur dari Pasal 95 UUPM, yakni “orang dalam yang melakukan transaksi dengan menggunakan informasi orang dalam”, yang disebabkan oleh faktor-faktor sebagai berikut:¹⁰⁵

- a. Komputer perdagangan bursa hanya mengidentifikasi identitas anggota bursa yang melakukan transaksi sehingga sulit untuk mengetahui investor terakhir (*beneficial owner*) yang melakukan transaksi di pasar modal;
- b. Walaupun dicek kepada anggota bursa, terdapat kemungkinan bahwa yang memberikan order transaksi adalah kustodian atau perusahaan efek lain (*nominee accounts*), sehingga tidak langsung menunjukkan identitas nasabah terakhir dari transaksi tersebut;
- c. Bapepam-LK kesulitan melakukan penyelidikan apabila kustodian atau perusahaan efek tersebut berdomisili di negara lain, dan di balik identitas mereka kembali terdapat bank kustodian atau perusahaan efek lain yang sangat mungkin berasal dari negara lain juga (*multiple player*); dan
- d. Terkait kepemilikan saham Bank Bali yang tercatat atas nama DBC, diketahui bahwa DBC memiliki lebih dari 10.000 nasabah individual dan kelembagaan yang memberikan order untuk mentransaksikan saham Bank Bali di bursa efek saat itu, dan jumlah kepemilikannya berkisar antara 95.000 lembar sampai dengan 37.000.000 lembar saham Bank Bali. Selain itu, saham-saham tersebut aktif pula ditransaksikan di luar bursa (*over the counter*) oleh salah satu bank investasi di Jerman yang menjadi nasabah DBC.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa penanganan kasus Bank Bali menghadapi beberapa kendala sebagai berikut:¹⁰⁶

- a. Muncul permasalahan lintas yurisdiksi yang disebabkan oleh sistem *nominee accounts*. Hal ini mempersulit Bapepam-LK untuk

¹⁰⁵ *Ibid.*, hal 45-46.

¹⁰⁶ *Ibid.*, hal 46.

menemukan *beneficial owner's* dari saham Bank Bali yang ditransaksikan di bursa efek.

- b. Bapepam-LK kesulitan untuk menemukan keterkaitan antara para orang dalam dengan transaksi saham Bank Bali di bursa efek yang melibatkan DBC.
- c. Korespondensi dengan Lembaga Pengawas Pasar Modal Jerman dan DBC tidak mendapatkan hasil seperti yang diharapkan karena adanya ketentuan mengenai kerahasiaan bank dan perlindungan nasabah kustodian yang berlaku di negara tersebut. Proses pencarian data memakan waktu dan harus memenuhi prosedur yang tidak sederhana. Selain itu, juga tidak ada perjanjian kerja sama antara Bapepam-LK dengan Lembaga Pengawas Pasar Modal Jerman.

Hal-hal yang perlu dilakukan untuk mengatasi kendala-kendala tersebut di masa depan antara lain:

- a. Untuk mengatasi masalah lintas yurisdiksi dan mempermudah kerja sama dengan pasar modal negara lain, diperlukan adanya perjanjian bilateral dengan negara lain mengenai penanganan perdagangan orang dalam. Bapepam-LK harus diberikan kewenangan untuk membantu pengelola sekuritas asing dan untuk mengadakan kerjasama dengan pihak bursa efek asing, untuk menerima dan memberikan laporan informasi kepada bursa efek asing serta menjatuhkan sanksi kepada para pelaku bursa di negaranya yang melanggar hukum pasar modal asing.
- b. Apabila ditelaah, maka jelas telah terjadi peningkatan yang signifikan atas kepemilikan saham Bank Bali oleh satu *global custody*, yakni DBC. Apabila dikaitkan dengan terdapatnya beberapa informasi materiil yang terjadi dan diduga telah diketahui terlebih dahulu oleh pihak tertentu yang sangat terbatas jumlahnya sebelum informasi tersebut dipublikasikan kepada masyarakat, maka seharusnya jelas sudah ada indikasi terjadinya perdagangan orang dalam. Untuk mempermudah penegakan hukum pasar modal di masa depan, maka perlu dibuat regulasi khusus tentang hal-hal yang dianggap dapat menjadi

indikasi awal terhadap dugaan terjadinya kejahatan perdagangan orang dalam. Terkait indikasi awal dugaan terjadinya perdagangan orang dalam, maka perlu ditetapkan batas nilai transaksi dari investor atau jumlah lot dalam transaksi atau volume transaksi harian, yang perlu dicurigai memiliki kaitan dengan kasus perdagangan orang dalam, khususnya jika transaksi tersebut dilakukan pada saat yang mencurigakan dan disertai terjadinya perubahan yang signifikan atas harga saham dalam periode tersebut.

- c. Dalam praktek, memang sulit untuk menemukan keterkaitan antara para orang dalam dengan transaksi saham yang terjadi. Walaupun demikian, untuk mempermudah pemeriksaan dan pembuktian maka Bapepam-LK harus didukung dengan adanya sistem terkomputerisasi yang canggih yang mencatat aktivitas perdagangan, sehingga dapat memudahkan untuk mengetahui secara cepat volume perdagangan, serta dapat diambil kesimpulan secara pasti mengenai dugaan bahwa seseorang telah melakukan perdagangan berdasarkan informasi material. Hal ini harus didukung juga dengan dimungkinkannya semua data elektronik seperti hasil fax dan data perdagangan per detik (yang memuat detail transaksi) untuk dapat dijadikan alat bukti yang sah di pengadilan.

2.7. Analisa Kasus PT. Perusahaan Gas Negara (“PT. PGN”)

Kasus PT. PGN yang terjadi di tahun 2006-2007 ini dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Latar Belakang

Kasus PT. PGN adalah kasus di mana terjadi pelanggaran prinsip keterbukaan informasi dan praktek perdagangan orang dalam atas transaksi saham PT. Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk pada periode 11 Januari 2006 sampai dengan 12 Januari 2007. Pada tanggal 8 Januari 2007, telah terjadi suatu transaksi yang tidak wajar atas saham PT. PGN di mana harga pembukaan perdagangan Rp. 10.850,- per lembar saham, dan pada harga penutupan perdagangan jatuh ke harga Rp. 7.400,- per lembar saham (turun 31,8%). Pada tanggal 11 Januari 2007, transaksi harga perdagangan dibuka pada Rp. 9.650,- per lembar saham dan harga

penutupan jatuh kembali ke posisi Rp. 7.400,- per lembar saham (turun 23,36%). Penurunan harga saham ini karena PT. PGN terlambat memberitahukan kepada publik tentang penyelesaian proyek pipanisasi *South Sumatera-West Java* (“SSWJ”), sehingga investor asing dan lokal menjual sahamnya dengan panik.¹⁰⁷

Faktor penurunan harga saham PT. PGN tersebut erat kaitannya dengan koreksi atas rencana besarnya volume gas yang akan dialirkan, yaitu mulai dari (paling sedikit) 150 MMSCFD menjadi 30 MMSCFD. Selain itu, *gas in* dalam rangka komersialisasi yang semula akan dilakukan pada akhir Desember 2006, tertunda menjadi Maret 2007. Manajemen PT. PGN sebenarnya sudah mengetahui informasi tentang penurunan volume gas sejak tanggal 12 September 2006 dan informasi tertundanya *gas in* sejak tanggal 18 Desember 2006.¹⁰⁸ Dengan demikian, kasus ini terkait erat dengan pelanggaran prinsip keterbukaan sebagaimana diatur dalam Peraturan No. X.K.1. tentang Keterbukaan Informasi yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik, serta dugaan kuat terjadinya perdagangan orang dalam sebagaimana diatur dalam Pasal 95 UUPM.

2. Tindakan hukum yang sudah dilakukan

Bursa Efek Jakarta (saat ini menjadi Bursa Efek Indonesia) mencurigai adanya sesuatu yang tidak benar dari penurunan saham PT. PGN yang sangat tajam hingga 23,36%, sehingga bursa efek menghentikan sementara perdagangan saham tersebut pada tanggal 15 Januari 2007 dan melaporkannya kepada

¹⁰⁷Jeffrey K. Setiawan, *op. cit.*, hal 47, sebagaimana dikutip dari “Transaksi Saham PGN Di Stop,” <http://www.detikfinance.com/index/php/>. Informasi material yang terlambat disampaikan oleh PT. PGN kepada publik antara lain:

1. Terjadinya koreksi atas rencana besarnya volume gas yang akan dialirkan, yaitu mulai dari 150 MMSCFD menjadi 30 MMSCFD; dan
2. Tertundanya *gas in* dalam rangka komersialisasi, yang semula akan dilakukan pada akhir Desember 2006, tertunda menjadi Maret 2007.

Kedua informasi tersebut dikategorikan sebagai informasi material yang dapat mempengaruhi harga saham di bursa efek. Hal tersebut terbukti dengan adanya penurunan harga saham PT. PGN yang signifikan.

¹⁰⁸ *Ibid.*, hal 48, sebagaimana dikutip dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, “Siaran Pers Hasil Pemeriksaan Kasus Perdagangan Saham PT. Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk tanggal 27 Desember 2007,” <http://www.bapepam-lk.go.id>.

Bapepam-LK selaku pengawas pasar modal.¹⁰⁹ Pada tanggal 1 Februari 2007, Bapepam-LK kemudian menginformasikan kepada publik mengenai perkembangan pemeriksaan terhadap PT. PGN terkait penurunan harga saham yang signifikan. Bapepam-LK telah memeriksa jajaran direksi dan segala pihak yang terlibat dengan PT. PGN, khususnya proyek SSWJ. Berdasarkan pemeriksaan tersebut, Bapepam-LK memperoleh cukup bukti bahwa PT. PGN telah melanggar UUPM dan Peraturan No. X.K.1. tentang Keterbukaan Informasi yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik.¹¹⁰

Bapepam-LK kemudian menjatuhkan sanksi administratif berupa denda kepada PT. PGN sebesar Rp.35.000.000,- (tiga puluh lima juta Rupiah) atas keterlambatan penyampaian keterbukaan informasi terkait penundaan pipanisasi SSWJ selama 35 (tiga puluh lima) hari yang merupakan pelanggaran Pasal 86 UUPM jo. Peraturan Bapepam-LK No. X.K.1. Bapepam-LK juga memberikan sanksi denda sebesar Rp. 5.000.000.000,- (lima Milyar Rupiah) kepada direksi dan mantan direksi PT. PGN yang menjabat pada periode Juli 2006 sampai dengan Maret 2007 atas pelanggaran tentang pemberian keterangan material yang tidak benar, sebagaimana dimaksud dalam Pasal 93 UUPM.¹¹¹

¹⁰⁹ *Ibid.*, sebagaimana dikutip dari “Bapepam: Pelaku Kasus PGN Mengarah Ke Perseorangan,” <http://www.tempointeraktif.com/hg/ekbis/2007/02/05/brk20070220-93778.id.html>.

¹¹⁰ *Ibid.*, sebagaimana dikutip dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, “Siaran Pers tanggal 1 Februari 2007,” <http://www.bapepam-lk.go.id>. Bapepam-LK membentuk dua tim pemeriksa untuk kasus PT. PGN. Tim pemeriksa pertama bertugas untuk memeriksa dugaan pelanggaran yang dilakukan oleh direksi PT. PGN, khususnya mengenai pelanggaran keterbukaan informasi, serta untuk mencari bukti adanya perdagangan orang dalam. Sementara itu, tim pemeriksa kedua bertugas untuk melakukan pemeriksaan terhadap adanya dugaan perdagangan saham yang dilakukan oleh orang dalam. Setelah direksi PT. PGN diperiksa dan berdasarkan laporan dari Biro Transaksi Lembaga Efek Bapepam-LK, dugaan adanya perdagangan orang dalam semakin menguat.

¹¹¹ *Ibid.*, hal 49, sebagaimana dikutip dari “PGN Didenda 5 Milyar Rupiah,” <http://www.hukumonline.com/>. Orang dalam PT. PGN yang melakukan transaksi saham PT. PGN pada periode 12 September 2006 sampai dengan 11 Januari 2007, dan diberikan sanksi oleh Bapepam-LK adalah Adil Abas (mantan Direktur Pengembangan, sanksi Rp. 30.000.000,-), Nursubagjo Priyono (sanksi Rp. 53.000.000,-), WMP Simanjuntak (mantan Direktur Utama dan Komisaris, sanksi Rp. 2.330.000.000,-), Widyatmiko Bapang (Sanksi Rp. 25.000.000,-), Iwan Heriawan (sanksi Rp. 76.000.000,-), Djoko Saputro (sanksi Rp. 154.000.000,-), Hari Pratoyo (sanksi Rp. 9.000.000,-), Rosichin (sanksi Rp. 184.000.000,-), dan Thohir Nur Ilhami (Sanksi Rp. 317.000.000,-). Masing-masing orang tersebut telah dijatuhi sanksi administratif berupa denda yang besarnya berbeda-beda, berkisar dari Rp. 9.000.000,- (sembilan juta Rupiah) sampai dengan Rp. 2.330.000.000,- (dua miliar tiga ratus tiga puluh juta Rupiah). Sanksi denda tersebut

3. Analisa kasus

Dari kasus PT. PGN terlihat jelas bahwa pengungkapan kasus perdagangan orang dalam tidak mudah, apalagi jika melibatkan investor dan sekuritas asing. Apalagi sistem hukum Indonesia saat itu belum mengakui data elektronik sebagai bukti di pengadilan sehingga sulit melakukan pembukian tentang terjadinya praktek perdagangan orang dalam di dalam kasus PT. PGN.¹¹²

Analisa terhadap kasus perdagangan orang dalam di PT. PGN dapat dijelaskan sebagai berikut.

a. Pelanggaran Prinsip Keterbukaan

Kasus perdagangan orang dalam PT. PGN bermula dari adanya pelanggaran prinsip keterbukaan informasi oleh PT. PGN beserta jajaran manajemen dan direksi perusahaannya. Informasi material yang terlambat disampaikan adalah adanya koreksi atas rencana besarnya volume gas yang akan dialirkan, serta tertundanya *gas in* dalam rangka komersialisasi.

Pasal 86 UUPM mewajibkan keterbukaan informasi bagi emiten yang pernyataan pendaftarannya telah menjadi efektif, untuk menyampaikan kepada Bapepam-LK dan mengumumkannya kepada masyarakat baik secara berkala maupun atas terjadinya peristiwa material¹¹³ yang dapat mempengaruhi harga efek, selambat-lambatnya pada akhir hari kerja kedua. Pasal 93 huruf (a) UUPM juga melarang setiap pihak dengan cara apa pun, membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga mempengaruhi harga efek jika pada saat pernyataan dibuat atau keterangan diberikan, pihak yang bersangkutan mengetahui atau sepatutnya mengetahui bahwa pernyataan atau keterangan tersebut secara material tidak benar atau menyesatkan.

ditetapkan oleh Bapepam-LK dengan mempertimbangkan pola transaksi dan akses yang bersangkutan terhadap informasi orang dalam.

¹¹² Saat ini data elektronik sudah diakui sebagai alat bukti dengan adanya UU No. 11 Tahun 2008 tentang Informasi dan Transaksi Elektronik.

¹¹³ Pasal 1 angka 7 UUPM memberikan pengertian peristiwa material atau informasi atas fakta material sebagai informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek dan/atau keputusan pemodal atau pihak yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.

Dalam kasus PT. PGN, telah terjadi pelanggaran prinsip keterbukaan informasi sebagaimana diatur dalam Pasal 86 dan Pasal 93 UUPM jo. Peraturan Bapepam No. X.K.1. tentang Keterbukaan Informasi Yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik. Hal ini dikarenakan hal-hal sebagai berikut:¹¹⁴

- i. PT. PGN terlambat memberitahukan kepada masyarakat terjadinya koreksi atas rencana besarnya volume gas yang akan dialirkan karena adanya penundaan proyek pipanisasi SSWJ. Informasi tersebut sebenarnya sudah diketahui sejak awal oleh manajemen PT. PGN sehingga terdapat penyampaian informasi yang tidak lengkap dan tidak akurat, bahkan informasi material yang ada sengaja disembunyikan atau disamarkan oleh manajemen PT. PGN sehingga informasi material yang ada menjadi tidak tepat.
- ii. Manajemen PT. PGN membuat pernyataan atau memberikan informasi/keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan terkait tertundanya *gas in*, sehingga berpengaruh terhadap anjloknya harga saham PT. PGN.

Suatu peristiwa hukum dikatakan melanggar prinsip keterbukaan informasi jika informasi material atau fakta material atau peristiwa yang relevan yang disampaikan oleh emiten kepada masyarakat tersebut tidak lengkap dan tidak akurat. Informasi atau fakta material dikatakan tidak lengkap jika ada informasi yang disamarkan, disembunyikan, atau sengaja diberitahukan hanya sebagian dari informasi atau fakta material yang sesungguhnya terjadi. Sementara itu, informasi material dikatakan tidak akurat jika ada unsur penipuan atau ketidakbenaran atau tidak tepat waktu dalam menyampaikan informasi atau fakta material tersebut. Dalam kasus ini, PT. PGN menyembunyikan fakta adanya penundaan proyek pipanisasi SSWJ (informasi tidak lengkap), serta menyampaikan informasi tersebut tidak tepat waktu (informasi tidak akurat) sehingga jelas melanggar prinsip keterbukaan.

¹¹⁴ Jeffrey K. Setiawan, *op. cit.*, hal 54.

b. Perlindungan Hukum Bagi Investor Yang Dirugikan Akibat Dugaan Praktek Perdagangan Orang Dalam

Praktek perdagangan orang dalam dilarang dalam Pasal 95 sampai dengan Pasal 98 UUPM. Pasal 95 UUPM menyatakan bahwa orang dalam dari emiten yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan pembelian atau penjualan efek dari emiten tersebut atau perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten yang bersangkutan.

Larangan bagi orang dalam untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek emiten yang bersangkutan didasarkan atas pertimbangan bahwa kedudukan orang dalam seharusnya mengutamakan kepentingan emiten atau pemegang saham secara keseluruhan, termasuk di dalamnya untuk tidak menggunakan informasi orang dalam untuk kepentingan diri sendiri atau orang lain (doktrin *fiduciary duty*).¹¹⁵ Selain larangan tersebut, orang dalam emiten juga dilarang melakukan transaksi atas efek perusahaan lain, meskipun yang bersangkutan bukan orang dalam dari perusahaan lain tersebut.¹¹⁶

Berdasarkan *press release* yang dikeluarkan Bapepam-LK, diketahui bahwa pada periode 12 September 2006 sampai dengan 11 Januari 2007, terdapat orang dalam PT. PGN yang melakukan transaksi saham PT. PGN. Orang dalam tersebut jelas mempunyai dan mengetahui informasi orang dalam atas fakta atau informasi material terkait terjadinya koreksi atas rencana besarnya volume gas yang akan dialirkan serta tertundanya *gas in*, yang mempengaruhi pergerakan harga saham PT. PGN di bursa efek. Oleh karena itu, unsur-unsur pelanggaran atas ketentuan Pasal 95 UUPM yang mengatur larangan bagi perdagangan orang dalam tersebut telah terpenuhi.

Bentuk perlindungan hukum yang diberikan oleh Bapepam-LK kepada para investor PT. PGN terkait kasus ini idealnya tidak hanya berupa penerapan sanksi administratif saja, tetapi juga melanjutkan proses

¹¹⁵ Indonesia, *op. cit.*, Penjelasan Pasal 95 huruf (a).

¹¹⁶ *Ibid.*, Penjelasan Pasal 95 huruf (b).

penyidikan ke tahap penuntutan dan pemeriksaan di pengadilan atas unsur-unsur pidana perdagangan orang dalam, sebagaimana diatur dalam Pasal 104 UUPM. Pasal 104 UUPM menentukan bahwa setiap pihak yang melanggar ketentuan Pasal 90 sampai dengan Pasal 98 UUPM diancam dengan pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda paling banyak Rp. 15.000.000.000,- (lima belas milyar Rupiah). Sanksi ini dapat membuat efek jera terhadap para pelaku perdagangan orang dalam dan memberikan rasa aman terhadap investor.

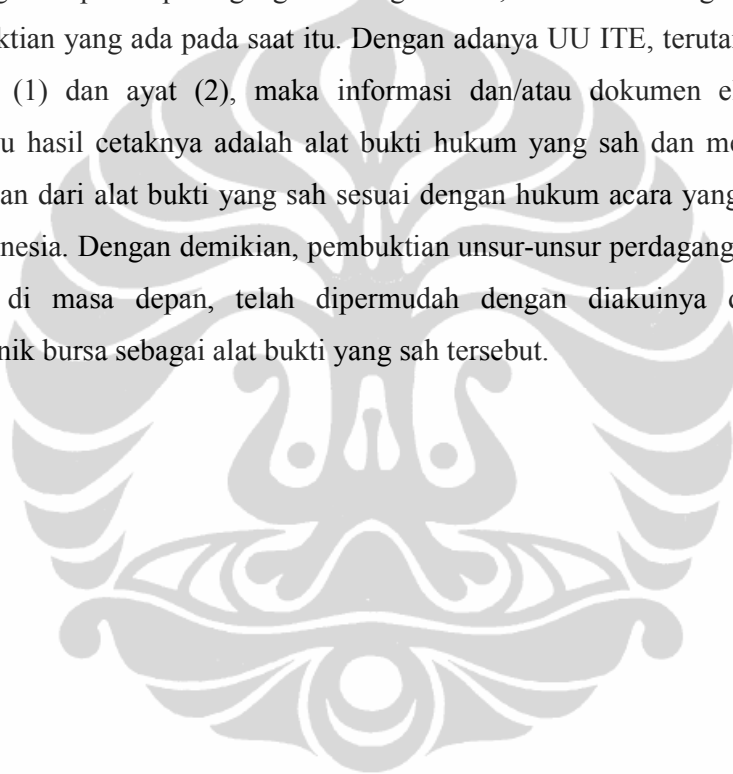
c. Kendala Yang Dihadapi Bapepam-LK Dalam Menangani Perdagangan Orang Dalam di PT. PGN

Bapepam-LK dalam menangani perdagangan orang dalam sering terhambat oleh keadaan geografis dari investor asing dan perusahaan efek/sekuritas asing yang berada di luar yurisdiksi hukum Indonesia. Hal ini dikarenakan butuh waktu yang cukup lama untuk memanggil dan memeriksa saksi-saksi, termasuk pula investor asing dan sekuritas asing yang terlibat dalam perdagangan orang dalam tersebut. Untuk mengatasi kendala tersebut, perlu diberikan kewenangan kepada Bapepam-LK untuk memanggil paksa pihak-pihak yang tidak memenuhi kewajibannya untuk datang dan diperiksa dalam perkara perdagangan orang dalam. Selain itu, perlu juga kerja sama dengan badan pengawas pasar modal asing, untuk memudahkan penanganan perkara yang terkait dengan investor dan sekuritas asing.

Selain masalah geografis, pemeriksaan dugaan perdagangan orang dalam sering terhambat dengan adanya dalil bahwa suatu putusan direksi (“orang dalam” berdasarkan Pasal 95 UUPM) yang dilakukan dengan itikad baik dan kehati-hatian mengenai aktivitas perseroan tidak boleh diganggu gugat oleh siapa pun, meskipun putusan dari direksi tersebut kemudian ternyata salah atau merugikan perseroan. Dalam kasus PT. PGN, dalil tersebut tidak dapat digunakan karena manajemen PT. PGN terbukti telah tidak beritikad baik dengan terlambat menyampaikan informasi atau fakta material kepada publik walaupun informasi tersebut telah diketahui sejak awal. Oleh karena itu, tidak terdapat dasar pembena atas tindakan

manajemen PT. PGN tersebut, dan sudah sepantasnya dikenakan sanksi oleh Bapepam-LK.

Hal lainnya yang menghambat penanganan perdagangan orang dalam di PT. PGN adalah sistem hukum Indonesia yang pada saat sebelum berlakunya Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2008 tentang Informasi dan Transaksi Elektronik (“UU ITE”), belum mengakui data elektronik sebagai alat bukti yang sah di pengadilan. Oleh karena itu, pembuktian unsur-unsur pelanggaran pasal perdagangan orang dalam, terbentur dengan sistem pembuktian yang ada pada saat itu. Dengan adanya UU ITE, terutama Pasal 5 ayat (1) dan ayat (2), maka informasi dan/atau dokumen elektronik dan/atau hasil cetaknya adalah alat bukti hukum yang sah dan merupakan perluasan dari alat bukti yang sah sesuai dengan hukum acara yang berlaku di Indonesia. Dengan demikian, pembuktian unsur-unsur perdagangan orang dalam di masa depan, telah dipermudah dengan diakuinya dokumen elektronik bursa sebagai alat bukti yang sah tersebut.



III. PENANGANAN PERKARA PERDAGANGAN ORANG DALAM

3.1. Penanganan Perkara Perdagangan Orang Dalam di Pasar Modal Indonesia Oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan

UUPM memformulasikan kedudukan dan fungsi Bapepam-LK secara multi formasi, yaitu:¹¹⁷

1. Pengaturan Umum

Secara umum, UUPM mengatur kewenangan dan tugas Bapepam-LK sebagai lembaga pembina, lembaga pengatur dan lembaga pengawas.¹¹⁸ Ketiga kewenangan tersebut harus dilaksanakan oleh Bapepam-LK agar tercipta pasar modal yang teratur, wajar, efisien, dan melindungi kepentingan pemodal dan masyarakat. Sementara itu, pelaksanaan kewenangan Bapepam-LK sebagai lembaga pengawas dapat dilakukan secara:

- a. preventif, yaitu dalam bentuk aturan, pedoman, bimbingan dan pengarahan, serta
- b. represif, yaitu dalam bentuk pemeriksaan, penyidikan dan penerapan sanksi-sanksi.

2. Pengaturan Terperinci

Kewenangan Bapepam-LK secara rinci diatur dalam Pasal 5 UUPM, yaitu sebagai berikut:

- a. Memberikan ijin usaha kepada para pelaku pasar modal;
- b. Mewajibkan pendaftaran profesi penunjang pasar modal dan Wali Amanat;

¹¹⁷ Munir Fuady, *op. cit.*, hal 116-120.

¹¹⁸ Fungsi Bapepam-LK sebagai lembaga pembina, pengatur dan pengawas telah sesuai dengan prinsip hukum pasar modal global, misalnya saja SEC di Amerika Serikat yang mempunyai tiga fungsi utama yaitu:

1. Fungsi *rule making*, yaitu membuat aturan-aturan main pasar modal. Fungsi ini disebut juga *quasi legislative power* sehingga merupakan kewenangan legislatif;
2. Fungsi *adjudicatory*, yaitu fungsi sebagai *quasi judicial power* yang merupakan kewenangan yudisial seperti badan peradilan. Contohnya adalah kewenangan mengadili dan memecat atau mencabut ijin ataupun melarang pihak-pihak pelaku di pasar modal untuk ikut berpartisipasi dalam kegiatan-kegiatan di pasar modal; serta
3. Fungsi *investigatory-enforcement*, yaitu wewenang untuk melakukan investigasi dan penegakan hukum, termasuk kewenangan penyelidikan dan penyidikan seperti halnya polisi.

- c. Menetapkan persyaratan dan tata cara pencalonan dan memberhentikan sementara komisaris dan/atau direksi serta menunjuk manajemen sementara Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian sampai dengan dipilihnya komisaris dan/atau direktur yang baru;
- d. Menentukan persyaratan dan prosedur pernyataan pendaftaran serta menyatakan, menunda atau membatalkan efektifnya pernyataan pendaftaran;
- e. Melakukan pemeriksaan dan penyidikan terhadap peristiwa yang diduga merupakan pelanggaran terhadap UUPM atau peraturan perundang-undangan pelaksanaan lainnya;
- f. Mewajibkan setiap pihak yang bersangkutan untuk:
 - i. menghentikan atau memperbaiki iklan atau promosi yang berhubungan dengan kegiatan di pasar modal; atau
 - ii. mengambil langkah-langkah yang diperlukan untuk mengatasi akibat yang timbul dari iklan atau promosi tersebut;
- g. Melakukan pemeriksaan terhadap:
 - i. setiap emiten atau perusahaan publik yang telah atau diwajibkan menyampaikan pernyataan pendaftaran kepada Bapepam-LK;
 - ii. pihak yang dipersyaratkan memiliki ijin usaha, ijin orang perserorangan, persetujuan, atau pendaftaran profesi berdasarkan undang-undang ini;
- h. Menunjuk pihak lain untuk melakukan pemeriksaan tertentu dalam rangka pelaksanaan wewenang Bapepam-LK sebagaimana dimaksud dalam huruf g di atas;
 - i. Mengumumkan hasil pemeriksaan;
 - j. Untuk kepentingan pemodal, membatalkan atau membekukan pencatatan efek pada Bursa Efek atau menghentikan transaksi Bursa atas efek tertentu untuk jangka waktu tertentu;
- k. Menghentikan kegiatan perdagangan Bursa Efek untuk jangka waktu tertentu dalam hal keadaan darurat;

- l. Memeriksa keberatan yang diajukan oleh pihak yang dikenakan sanksi oleh Bursa Efek, Lembaga Kliring dan Penjaminan, atau Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian serta memberikan keputusan membatalkan atau menguatkan pengenaan sanksi dimaksud;
- m. Menetapkan biaya perijinan, persetujuan, pendaftaran, pemeriksaan dan penelitian serta biaya lain dalam rangka kegiatan pasar modal;
- n. Melakukan tindakan yang diperlukan untuk mencegah kerugian masyarakat sebagai akibat pelanggaran atas ketentuan di bidang pasar modal;
- o. Memberikan penjelasan lebih lanjut yang bersifat teknik atas perundang-undangan pasar modal;
- p. Menetapkan instrumen lain sebagai efek selain dari surat pengakuan utang, surat berharga komersil, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek;
- q. Melakukan hal-hal lain yang diberikan berdasarkan UUPM.

3. Pengaturan Secara Sporadis

Selain kewenangan yang bersifat umum dan kewenangan terperinci, masih ada lagi kewenangan Bapepam-LK lainnya yang tersebar secara sporadis, yang pada prinsipnya merupakan penegasan atau penjelasan lebih lanjut dari kewenangan Bapepam-LK seperti tersebut di atas.

Sebelum adanya UUPM, Bapepam-LK hanya berfungsi sebagai penyelenggara bursa berdasarkan Surat Keputusan Menteri Keuangan No. 1548/KMK.013/1990. Namun seiring dengan berkembangnya kegiatan di pasar modal Indonesia, Bapepam-LK juga berfungsi sebagai pengawas bursa berdasarkan UUPM dan Surat Keputusan Menteri Keuangan No. 1199/KMK.010/1991.¹¹⁹ Sebagai konsekuensi dari

¹¹⁹ Vera Dewi Rochyati, "Efektifitas Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) Dalam Menghadapi Kejahatan di Pasar Modal Indonesia: Studi Kasus 'Perdagangan Orang Dalam' (*Insider Trading*) Saham PT. Ades Alfindo, Tbk," (Tesis Program Magister Kenotariatan Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2002), hal 14. UUPM memberikan kekuasaan yang sangat luas kepada Bapepam-LK, antara lain sebagai pengawas, pengatur perijinan, dan penyidik untuk tindak pidana di pasar modal.

pelaksanaan fungsi pengawasan terhadap kegiatan di pasar modal tersebut, Bapepam-LK berwenang memeriksa setiap pihak yang diduga telah, sedang atau mencoba melakukan atau menyuruh, turut serta, membujuk, atau membantu melakukan pelanggaran terhadap UUPM dan/atau peraturan pelaksanaannya. Dengan kewenangan ini, Bapepam-LK dapat mengumpulkan data, informasi, dan/atau keterangan lain yang diperlukan sebagai bukti atas pelanggaran terhadap UUPM.

Kewenangan Bapepam-LK untuk memeriksa, diatur pada Pasal 100 UUPM dan Peraturan Pemerintah Nomor 46 Tahun 1995 tentang Tata Cara Pemeriksaan di bidang Pasar Modal. Pemeriksaan dibatasi sebagai serangkaian kegiatan mencari, mengumpulkan, dan mengolah data dan/atau keterangan lain yang dilakukan oleh Pemeriksa untuk membuktikan ada atau tidaknya pelanggaran atas peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Dalam mekanisme pelaksanaannya, kegiatan pemeriksaan diatur dalam Peraturan Bapepam No. II.H.1-10 mengenai Pedoman Dalam Menangani Laporan Atau Pengaduan Mengenai Dugaan Terjadinya Pelanggaran dan Pelaksanaan Pemeriksaan teknis, yang mengatur bahwa Biro Pemeriksaan dan Penyidikan menangani materi pelanggaran yang berkaitan dengan penipuan, manipulasi pasar, dan perdagangan orang dalam. Pelanggaran perdagangan orang dalam secara khusus diatur dalam Peraturan No. II.H.5 mengenai Pedoman Pemeriksaan Atas Dugaan Adanya Perdagangan Dengan Menggunakan Informasi Orang Dalam.

Bapepam-LK memiliki kewenangan sebagai lembaga pemeriksa terhadap tiap pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran UUPM, khususnya kejahatan perdagangan orang dalam, yang dapat dijelaskan sebagai berikut:¹²⁰

1. Meminta keterangan dan/atau konfirmasi dari pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap perundang-undangan di bidang pasar modal atau pihak lain jika dianggap perlu;

¹²⁰ Dalam melakukan pemeriksaan, harus dipenuhi norma-norma pemeriksaan yang menyangkut pemeriksa, pelaksanaan pemeriksaan dan para pihak yang diperiksa. Selain itu, pelaksanaan pemeriksaan terhadap pihak yang diperiksa harus didasarkan pada pedoman umum pemeriksaan, pedoman pelaksanaan pemeriksaan dan pedoman laporan pemeriksaan. Untuk lebih jelasnya, baca Munir Fuady, *op. cit.*, hal 121-126.

2. Mewajibkan pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran perundang-undangan di bidang pasar modal untuk melakukan atau tidak melakukan kegiatan tertentu;
3. Memeriksa dan/atau membuat salinan terhadap catatan, pembukuan, dan/atau dokumen lain, baik milik pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran perundang-undangan di bidang pasar modal, atau pihak lain jika dianggap perlu;
4. Menentukan syarat dan/atau mengizinkan pihak yang diduga melakukan atau terlibat dalam pelanggaran terhadap perundang-undangan di bidang pasar modal untuk melakukan tindakan tertentu yang diperlukan dalam rangka menyelesaikan kerugian yang timbul.

Proses pemeriksaan terhadap kasus perdagangan orang dalam tersebut dimulai dengan pemeriksaan teknis sebagaimana diatur dalam Peraturan Bapepam-LK No. II.H.1 dan II.H.3. Sebelum memulai pemeriksaan terhadap dugaan pelanggaran berupa perdagangan orang dalam, Pemeriksa harus telah memperoleh informasi atau bukti awal adanya perdagangan orang dalam, berupa:¹²¹

1. Adanya orang dalam yang telah atau sedang melakukan penjualan atau pembelian suatu efek yang menggunakan informasi orang dalam;
2. Harga dan/atau volume perdagangan suatu efek telah mengalami peningkatan dan atau penurunan dalam periode sebelum diumumkan informasi material kepada publik; dan
3. Harga dan/atau volume perdagangan suatu efek mengalami peningkatan atau penurunan yang tidak wajar.

Teknik pemeriksaan yang dilakukan akan bergantung pada informasi yang telah diperoleh dan situasi atau kondisi yang melingkupinya. Informasi bahwa orang dalam telah melakukan penjualan atau pembelian efek belum dapat dijadikan dasar untuk dimulainya pemeriksaan, kecuali diyakini bahwa informasi material belum diumumkan seluruhnya kepada publik, atau terdapat perubahan harga atau volume perdagangan suatu efek yang tidak wajar. Terkadang, ada juga kemungkinan terjadinya perdagangan orang dalam tanpa diikuti oleh peningkatan atau penurunan harga dan volume perdagangan secara tidak wajar, dan tidak ada petunjuk bahwa

¹²¹ Lina M. Ibrahim, *op. cit.*, hal 70-71.

terdapat informasi material yang belum diungkapkan kepada publik. Hal inilah yang menyebabkan kasus perdagangan orang dalam merupakan kejahatan yang sulit dibuktikan.¹²²

Mengingat sulitnya menangani kasus perdagangan orang dalam, Bapepam-LK berupaya mengatasinya melalui tindakan preventif dan represif. Untuk itu, Bapepam-LK dibekali kewenangan untuk melakukan penyelidikan, pemeriksaan, penyidikan¹²³ sampai pada meneruskan penuntutan kepada kejaksaan atas dugaan terjadinya tindak kejahatan. Untuk kasus pelanggaran, Bapepam-LK juga berwenang melakukan pemeriksaan, penyidikan sampai pada pemberian sanksi administratif. Secara umum, dalam menjalankan fungsinya sebagai lembaga penyidik, Bapepam-LK memiliki kewenangan yang dapat dijelaskan secara singkat sebagai berikut.¹²⁴

1. Penyidik berwenang menerima laporan, pemberitahuan, dan pengaduan adanya tindak pidana; meneliti kebenaran laporan dan meneliti pihak yang diduga terlibat; memanggil, memeriksa, meminta keterangan dan barang bukti; memeriksa pembukuan, catatan dan dokumen, memeriksa tempat yang diduga terdapat barang bukti dan melakukan penyitaan; serta memblokir rekening pihak yang diduga terlibat.
2. Penyidik dapat melakukan penggeledahan rumah, pakaian atau badan untuk kepentingan penyidikan. Yang berwenang mengeluarkan Surat Perintah Penggeledahan adalah penyidik dengan tembusan pada Ketua Bapepam-LK dan Kepala Biro Pemeriksaan dan Penyidikan. Penggeledahan dapat dilakukan setelah ada izin ketua Pengadilan Negeri (“PN”) setempat.
3. Penyidik berwenang melakukan pemanggilan terhadap pihak yang diduga mengetahui atau terlibat dalam pelanggaran atau pihak lain yang dianggap perlu.

¹²² *Ibid.*, hal 71.

¹²³ Kewenangan penyidikan ini dimungkinkan berdasarkan Pasal 6 ayat (1) huruf b Kitab Undang-Undang Hukum Acara Pidana (“KUHAP”), yang menyatakan bahwa pejabat pegawai negeri sipil tertentu dapat diberikan wewenang khusus oleh undang-undang untuk menjadi penyidik, dengan pelaksanaan yang tetap mengacu pada KUHAP. Walaupun demikian, berdasarkan penjelasan Pasal 101 ayat (1) UUPM, tidak semua pelanggaran terhadap UUPM harus dilanjutkan ke tingkat penyidikan.

¹²⁴ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op. cit.*, hal 276-278.

4. Penyidik berwenang memeriksa catatan, pembukuan, atau dokumen pendukung lain.
5. Penyidik berwenang meminjam atau membuat salinan atas dokumen-dokumen tersebut.
6. Penyidik berwenang menyita benda bergerak atau tidak bergerak, berwujud atau tidak berwujud, untuk kepentingan pembuktian dalam penuntutan, dengan izin ketua PN setempat. Benda yang dapat disita adalah benda yang telah/sedang/akan dipergunakan oleh pihak mereka baik secara langsung/tidak langsung, untuk melakukan tindak pidana di bidang pasar modal, dan benda lainnya yang berhubungan langsung ataupun tidak langsung dengan tindak pidana. Menurut KUHAP, penyidik berwenang memerintahkan kepada orang yang menguasai benda yang disita untuk menyerahkannya demi kepentingan pemeriksaan dengan surat tanda penerimaan. Benda sitaan disimpan dalam rumah penyimpanan benda sitaan negara dan dilaksanakan dengan sebaik-baiknya. Tanggung jawab atasnya ada pada pejabat yang berwenang sesuai dengan tingkat pemeriksaan dalam proses peradilan dan benda itu dilarang untuk digunakan oleh siapapun.
7. Jika setelah pemeriksaan ternyata diperoleh keyakinan bahwa pelaku melakukan pelanggaran, maka Bapepam-LK dapat mengenakan sanksi administratif ataupun pidana. UUPM menetapkan sanksi pidana bagi para pelaku tindak pidana berupa denda dan pidana penjara/kurungan yang bervariasi antara kurungan satu tahun sampai penjara sepuluh tahun dan denda satu milyar rupiah sampai lima belas milyar rupiah.
8. Setelah dilakukan penyidikan, maka kewenangan penuntutan terhadap kasus kejahatan di bidang pasar modal ada pada kejaksaan. Tugas Bapepam-LK hanya memeriksa dan melakukan penyidikan. Bapepam-LK akan menyerahkan berkas hasilnya kepada kejaksaan. Setelah dikaji, kejaksaan akan memberikan keputusan. Jika berkas perkara dianggap lengkap maka akan diteruskan untuk melakukan penuntutan. Jika berkas dianggap tidak lengkap atau tidak jelas maka kejaksaan akan mengembalikan berkas ke Bapepam-LK untuk disempurnakan.

Walaupun Bapepam-LK telah mengupayakan tindakan preventif dan represif, kejahatan dan pelanggaran di pasar modal tetap terjadi karena beberapa alasan, antara lain kesalahan pelaku, kelemahan aparat yang mencakup integritas dan profesionalisme, serta kelemahan peraturan. Untuk mengatasinya, Bapepam-LK wajib melakukan penelaahan hukum yang menyangkut perlindungan hukum dan penegakan hukum demi menjaga citra lembaga pasar modal sebagai lembaga kepercayaan, yaitu sebagai lembaga perantara yang menghubungkan kepentingan pemakai dana dan para pemilik dana. Penelitian aspek hukum, yaitu perangkat perundang-undangan pasar modal, juga dapat memberikan kontribusi positif bagi penegakan hukum di dalam memberikan jaminan dan kepastian hukum pada pelaku pasar modal.

Untuk lebih memahami sepak terjang Bapepam-LK dalam menangani kasus perdagangan orang dalam, berikut ini tabel beberapa kasus perdagangan orang dalam di pasar modal Indonesia:

No.	Tahun	Kasus	Keterangan
1.	2005	Kasus perdagangan saham PT. Sugi Samapersada, Tbk. (SUGI) dan PT. Arona Binasejati, Tbk. (ARTI)	Sanksi administratif
2.	2004	Kasus perdagangan saham PT. Ades Alfindo Putrasetia, Tbk. (ADES)	Tidak cukup alat bukti
3.	2003	Tidak ada kasus yang diindikasikan sebagai perdagangan orang dalam	-
4.	2002	Perdagangan saham PT. Indosat, Tbk	Tidak cukup alat bukti
5.	2001	a. Perdagangan Saham PT. Bank BCA, Tbk. b. Perdagangan Saham PT. Ades Alfindo Putrasetia, Tbk. (ADES)	Tidak cukup alat bukti Sanksi administratif
6.	2000	Perdagangan Saham PT. Fiskaragung Perkasa, Tbk.	Sanksi administratif
7.	1999	Perdagangan Saham PT. Bank Bali,	Tidak cukup alat

		Tbk.	bukti
8.	1998	Perdagangan Saham PT. Semen Gresik, Tbk.	Tidak cukup alat bukti
9.	1997	Perdagangan Saham PT. Elang Raelty	Sanksi administratif
10.	1996	Perdagangan Saham PT. Bank Mashil Utama, Tbk.	Sanksi administratif
11.	1995	Perdagangan Saham PT. Bank Papan Sejahtera	Sanksi administratif

Sumber: Laporan Tahunan 1995-2005 dan Press Release Bapepam-LK

Dari tabel tersebut terlihat bahwa dari beberapa kasus perdagangan orang dalam yang terjadi di pasar modal Indonesia, sebagian kasus tidak terbukti karena tidak cukup bukti, sedangkan sebagian kecil terbukti sehingga Bapepam-LK menjatuhkan sanksi administratif. Salah satu faktor yang menyebabkan hal ini adalah kejahatan perdagangan orang dalam dilakukan oleh orang-orang yang sangat profesional dan memiliki intelektualitas tinggi sehingga kejahatan tersebut sudah dirancang dengan sangat matang untuk mengelabui aparat penegak hukum.

Sanksi administratif yang dijatuhkan oleh Bapepam-LK berdasarkan tabel di atas seharusnya adalah tindakan yang bersifat sementara sebelum dijatuhkan sanksi yang sebenarnya yang bersifat kumulatif, yaitu penjatuhan pidana dengan disertai denda.¹²⁵ Walaupun demikian, pada prakteknya, ada beberapa alasan mengapa

¹²⁵ Macam-macam sanksi yang diatur oleh UUPM, antara lain:

1. Sanksi administratif: sanksi yang dikenakan oleh Bapepam-LK kepada pihak-pihak yang melanggar peraturan di bidang pasar modal misalnya pihak yang memperoleh izin dari Bapepam-LK, pihak yang memperoleh persetujuan dari Bapepam-LK, dan pihak yang melakukan pendaftaran kepada Bapepam-LK. Jenis sanksi administratif yang dijatuhkan oleh Bapepam-LK kepada pihak-pihak tersebut adalah:
 - a. Peringatan tertulis;
 - b. Denda (kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu), diatur Peraturan Pemerintah (“PP”) Nomor 45 Tahun 1995;
 - c. Pembatasan atau pembekuan kegiatan usaha;
 - d. Pencabutan izin usaha;
 - e. Pembatalan persetujuan; serta
 - f. Pembatalan pendaftaran.
2. Sanksi perdata: lebih banyak didasarkan pada UUPT. UUPT dan UUPM menyediakan ketentuan yang memungkinkan pemegang saham untuk melakukan gugatan secara perdata ke direksi atau komisaris yang keputusannya menyebabkan kerugian pada perusahaan.

Bapepam-LK cenderung memberikan sanksi administratif dibandingkan meneruskan kasus perdagangan orang dalam ke pengadilan, yaitu:¹²⁶

1. Karakter perdagangan orang dalam sebagai kejahatan pasar modal, berbeda dengan kejahatan pada umumnya sehingga pembuktian atas unsur-unsur perdagangan orang dalam pun sangat sulit. Apabila kasus perdagangan orang dalam diteruskan ke pengadilan, Bapepam-LK beranggapan pengadilan akan sulit untuk dapat membuktikan terpenuhinya seluruh unsur tindak pidana perdagangan orang dalam. Tidak terpenuhinya unsur-unsur tersebut justru dikhawatirkan akan membuat pelaku perdagangan orang dalam bebas dan penegakan hukum tidak dapat dilakukan. Oleh karena itu, salah satu alternatif untuk mengatasi sulitnya pembuktian adalah dengan menerapkan prinsip pembuktian terbalik dalam kasus perdagangan orang dalam. Sayangnya UUPM belum mengakomodir kemungkinan dapat dilakukannya pembuktian terbalik terhadap perkara perdagangan orang dalam.
2. Penyelesaian kasus perdagangan orang dalam melalui mekanisme pengadilan membutuhkan waktu yang lama sehingga kepastian hukum bagi para investor tidak tercapai dan dapat merusak kredibilitas pasar modal Indonesia.

-
- a. Gugatan berdasarkan Perbuatan Melawan Hukum (“PMH”) (berdasarkan Pasal 1365 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata/”KUHPerdato” *juncto* Pasal 111 UUPM): tiap pihak secara sendiri-sendiri/bersama-sama dengan pihak lain dapat mengajukan tuntutan ganti rugi kepada pihak yang bertanggung jawab atas pelanggaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.
 - b. Gugatan berdasarkan adanya tindakan wanprestasi atas suatu perjanjian (berdasarkan Pasal 1243 KUHPerdato): mensyaratkan adanya pelanggaran terhadap pasal-pasal perjanjian yang pernah dibuat oleh para pihak (baik secara lisan maupun tulisan). Yang dimaksud dengan wanprestasi adalah:
 - i. Tidak melakukan apa yang disanggupi akan dilakukannya;
 - ii. Melaksanakan yang dijanjikan tapi tidak sesuai sebagaimana yang dijanjikan;
 - iii. Melaksanakan yang dijanjikan tapi terlambat; atau
 - iv. Melakukan sesuatu yang menurut perjanjian tidak boleh dilakukan.
 - c. Gugatan berdasarkan UUPT untuk direksi dan komisaris perusahaan terbuka. Pelanggaran dapat dilakukan oleh pengelola perseroan. UUPT menganut sistem pertanggungjawaban pada perseroan yang merupakan badan hukum. Akan tetapi, kalau kerugian disebabkan oleh pengurus perseroan maka tanggung jawab tidak dapat dialihkan ke perseroan. Bapepam-LK akan menjatuhkan sanksi kepada direksi dan komisaris dalam hal terbukti bertanggungjawab atas pelanggaran peraturan di bidang pasar modal.
3. Sanksi pidana: UUPM mengancam setiap pihak yang terbukti melakukan tindak pidana di bidang pasar modal dengan ancaman hukuman penjara yang bervariasi.
Lihat *ibid.*, hal 274-276. Sebagai perbandingan, lihat juga Munir Fuady, *op. cit.*, hal 128-145.

¹²⁶ Berdasarkan hasil wawancara langsung dengan menggunakan alat bantu berupa pedoman wawancara dengan Kepala Sub Bagian Penetapan Sanksi dan Keberatan Pengelolaan Investasi Biro Perundang-undangan dan Bantuan Hukum di Bapepam-LK.

3. Di beberapa negara lain, perdagangan orang dalam bukan merupakan kejahatan dan penerapan sanksi administratif terbukti efektif dan membuat efek jera karena nilai sanksi yang harus dibayar oleh para pelaku perdagangan orang dalam berjumlah sangat besar.
4. Penyelesaian kasus perdagangan orang dalam melalui mekanisme pengadilan akan menguras lebih banyak biaya.

Beberapa alasan sebagaimana diuraikan di atas menyebabkan Bapepam-LK menggunakan kewenangan diskresinya untuk menentukan bahwa suatu kasus akan dikenakan sanksi administratif, dan tidak diteruskan ke pengadilan. Kewenangan Bapepam-LK dalam menjatuhkan sanksi atas perdagangan orang dalam diatur di Pasal 101 UUPM, yang menyatakan bahwa Bapepam-LK memiliki otoritas untuk menentukan apakah akan menjatuhkan sanksi administratif atau meneruskan kasus perdagangan orang dalam ke pengadilan.¹²⁷ Independensi Bapepam-LK¹²⁸ dalam hal ini sesungguhnya menjadi sangat krusial demi menangani permasalahan perdagangan orang dalam serta untuk menciptakan perlindungan hukum bagi investor.¹²⁹

¹²⁷ Berdasarkan Penjelasan Pasal 101 UUPM, Bapepam-LK berwenang untuk mempertimbangkan konsekuensi dari pelanggaran yang terjadi dan berwenang untuk meneruskannya ke tahap penyidikan berdasarkan pertimbangan yang dimaksud. Tidak semua pelanggaran harus dilanjutkan ke tahap penyidikan, terutama jika justru menghambat kegiatan penawaran dan/atau perdagangan efek secara keseluruhan. Jika kerugian yang ditimbulkan membahayakan sistem pasar modal atau kepentingan pemodal dan/atau masyarakat, atau jika tidak tercapai penyelesaian atas kerugian yang telah timbul, maka Bapepam-LK dapat memulai penyidikan dalam rangka penuntutan tindak pidana.

¹²⁸ Dalam Pasal 2 ayat (2) UUPM dinyatakan bahwa Bapepam-LK berada di bawah dan bertanggung jawab kepada Menteri Keuangan. Hal ini berarti Bapepam-LK dalam menjalankan peran dan kewenangannya secara struktural masih berada di bawah dan bertanggung jawab kepada Menteri Keuangan. Hal ini menimbulkan pertanyaan mengenai independensi Bapepam-LK dalam menjalankan peranan dan kewenangannya.

Apabila dibandingkan, lembaga pengawas pasar modal Amerika Serikat, SEC, merupakan badan yang independen dan bertanggung jawab langsung kepada Kongres. SEC berwenang menjatuhkan sanksi yang keras terhadap pihak yang melakukan pelanggaran di pasar modal, dan dalam menjalankan kewenangannya tersebut, SEC tidak dapat diintervensi oleh pihak mana pun. Hal inilah yang menyebabkan SEC menjadi badan yang disegani dan keputusannya dijunjung tinggi. Oleh karena itu, mengikuti tren internasional dan demi menciptakan integritas dan kredibilitas dari suatu lembaga pengawas pasar modal, Bapepam-LK harus menjadi lembaga yang independen. Lihat Vera Dewi Rochyati, *op. cit.*, hal 24, sebagaimana dikutip dari I Putu Gede Ary Suta, *op. cit.*, hal 185. Sebagai bahan perbandingan mengenai independensi Bapepam-LK, lihat juga Indra Safitri, *op. cit.*, hal 121-148.

¹²⁹ Penegakan hukum yang konsisten terhadap emiten yang melakukan pelanggaran diharapkan menjadi pendorong bagi emiten untuk selalu mematuhi ketentuan dan mempertimbangkan kehati-hatian dalam melakukan usahanya. Hal ini juga diharapkan akan meningkatkan kredibilitas pasar modal di mata investor sekaligus merupakan tanggung jawab emiten sebagai perusahaan publik. Penegakan hukum tidak boleh lepas dari kerangka keadilan.

Di samping penegakan hukum di bidang pidana dan administrasi oleh Bapepam-LK, penegakan hukum di bidang perdata juga memegang peranan penting untuk mencegah terjadinya perdagangan orang dalam. Pihak yang dirugikan secara perdata dapat melakukan gugatan ke pengadilan yang berwenang. Dalam hal ini, hakim sangat berperan untuk melakukan terobosan, terutama dalam menafsirkan Pasal 1365 KUHPerdata agar lebih fleksibel. Pasal 1365 KUHPerdata adalah pasal yang dapat dipakai untuk menggugat para pelaku perdagangan orang dalam, untuk menghindari kerugian yang ditanggung oleh pihak yang dirugikan karena adanya perdagangan orang dalam tersebut.¹³⁰

3.2. Kendala Dalam Penyelesaian Kasus Perdagangan Orang Dalam di Pasar Modal Indonesia

UUPM adalah landasan awal bagi kepastian hukum di pasar modal. Walaupun demikian, sejak berlakunya UUPM hingga saat ini, belum pernah ada kasus perdagangan orang dalam yang masuk ke dalam proses peradilan dan mendapatkan putusan pengadilan yang berkekuatan hukum tetap. Hal ini dikarenakan adanya kendala-kendala dalam proses penegakan hukum atas kasus perdagangan orang dalam yang terjadi di pasar modal Indonesia.

Di negara lain, sebagai perbandingan, kejahatan perdagangan orang dalam juga marak terjadi, namun banyak pelaku perdagangan orang dalam yang sudah diproses dan dijatuhi hukuman penjara. Misalnya saja Ivan Boesky, Michael Milken, Denis Levine, dan Ira B. Sokolow, yang sangat disegani di pasar modal namun akhirnya

Jika tidak maka penegakan hukum akan menjadi *counterproductive* dan bumerang bagi perkembangan pasar modal Indonesia. UUPT mendorong pemegang saham dan investor untuk aktif memantau perkembangan dan kegiatan perseroan. UUPT juga memberikan perlindungan, yaitu pemegang saham berhak minta pertanggungjawaban direksi secara perdata jika kebijakan direksi merugikan perseroan, pemegang saham minoritas berhak mendapatkan harga saham yang sesuai dengan harga pasar jika ia tidak setuju dengan kebijakan perseroan, serta pemegang saham independen berhak ikut menentukan kebijakan perseroan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (“RUPS”) berkaitan dengan transaksi yang mengandung benturan kepentingan tertentu. Lihat M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op. cit.*, hal 278-280

¹³⁰ Munir Fuady, *op. cit.*, hal 183-184. Walaupun demikian, gugatan perdata dalam prakteknya akan menghadapi banyak kendala, antara lain:

1. Sulitnya membuktikan secara perdata telah terjadi perdagangan orang dalam;
2. Kurang prediktifnya keputusan pengadilan;
3. Waktu yang lama dan biaya yang relatif besar;
4. Tidak memberi efek jera kepada pelaku karena tidak tersedianya aturan yang membolehkan penerapan *double* atau *triple damages*;

dipenjara karena kejahatan perdagangan orang dalam.¹³¹ Hal ini berbeda dengan di Indonesia, di mana tidak ada satu pun pelaku perdagangan orang dalam yang dibawa ke pengadilan dan dipidana berdasarkan putusan yang berkekuatan hukum tetap.

Kendala yang kerap menjadi momok dalam kasus perdagangan orang dalam adalah kesulitan dalam pembuktian unsur-unsur tindak pidana perdagangan orang dalam.¹³² Unsur-unsur tindak pidana perdagangan orang dalam yang harus dibuktikan,¹³³ antara lain:

1. Adanya orang dalam

Penjelasan Pasal 95 UUPM menggolongkan orang dalam sebagai berikut:¹³⁴

- a. Komisaris, direktur, dan/atau pegawai perusahaan terbuka

¹³¹ *Ibid.*, hal 165.

¹³² Untuk dapat dikatakan bahwa telah terjadi tindak pidana dan agar pelaku tindak pidana dapat dihukum, maka setiap unsur dari suatu tindak pidana perdagangan orang dalam harus dibuktikan. Demikian juga dengan salah satu unsur dari tindak pidana perdagangan orang dalam yaitu unsur 'informasi orang dalam' harus dibuktikan dengan mengacu kepada UU No. 8 Tahun 1981 tentang Hukum Acara Pidana atau KUHAP sebagai hukum formil yang mengatur tentang pembuktian dengan alat-alat bukti yang limitatif sifatnya yaitu keterangan saksi, keterangan ahli, surat, petunjuk, dan keterangan terdakwa. Sistem pembuktian yang dianut KUHAP dapat dijelaskan secara singkat sebagai berikut:

1. Pembuktian menurut KUHAP dibatasi dengan alat-alat bukti yang limitatif sifatnya, yaitu keterangan saksi, keterangan ahli, surat, petunjuk, dan keterangan terdakwa. Pasal 183 KUHAP mensyaratkan adanya 2 (dua) alat bukti yang sah berdasarkan Pasal 184 KUHAP disertai keyakinan hakim yang diperoleh dari alat-alat bukti tersebut bahwa tindak pidana itu benar-benar telah terjadi dan terdakwa yang melakukannya. Hal ini sesuai dengan Pasal 294 ayat (1) HIR yang menyatakan bahwa tidak seorang pun boleh dikenakan pidana kecuali jika hakim mendapat keyakinan berdasarkan alat bukti yang sah, bahwa benar telah terjadi tindak pidana dan bahwa orang-orang yang didakwa itulah yang bersalah melakukan perbuatan itu."
2. Sistem pembuktian di Indonesia disebut juga sebagai sistem pembuktian yang berdasarkan undang-undang secara negatif (*negatief wettelijk bewijstheorie*), di mana pemidanaan didasarkan pada peraturan undang-undang dan keyakinan hakim yang bersumber pada peraturan perundang-undangan. Hal ini sesuai dengan Pasal 183 KUHAP yang menyatakan bahwa dari dua alat bukti yang sah tersebut diperoleh keyakinan hakim. Sistem pembuktian menurut undang-undang secara negatif ini paling tepat untuk Indonesia karena memadukan sistem *conviction in time* dengan sistem pembuktian menurut undang-undang secara positif (*positief wettelijk stelsel*).

Lihat Anton Arie Siahaan, "Informasi Orang Dalam Sebagai Alat Bukti Tindak Pidana Perdagangan Orang Dalam (Insider Trading) di Pasar Modal Indonesia," (Skripsi Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Depok, 2005), hal 72-74.

¹³³ Tindak pidana yang didakwa dilakukan oleh seseorang harus dibuktikan dengan cara membuktikan apakah perbuatan terdakwa telah memenuhi unsur-unsur dari suatu ketentuan pidana. Hal ini sesuai dengan asas *nullum delictum sine praevia lege poenali* (peristiwa pidana tidak akan ada jika ketentuan pidana dalam undang-undang tidak ada terlebih dahulu). Lihat R. Soesilo, *Kitab Undang-Undang Hukum Pidana (KUHP) Serta Komentar-Komentarnya Lengkap Pasal Demi Pasal*, (Bogor: Politea, 1996), hal 27.

¹³⁴ Arianto Wiwanto Soegijo, *op. cit.*, hal 87-89.

Mereka ini terkena larangan untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek emiten yang bersangkutan didasarkan atas pertimbangan bahwa kedudukan orang dalam seharusnya mendahulukan kepentingan emiten, atau pemegang saham secara keseluruhan, termasuk di dalamnya tidak menggunakan informasi orang dalam untuk kepentingan diri sendiri atau pihak lain.

b. Pemegang saham utama emiten

Selain terkena larangan seperti disebutkan dalam huruf a di atas, mereka sebagai orang dalam emiten yang melakukan transaksi dengan perusahaan lain juga dikenakan larangan untuk melakukan transaksi atas efek dari perusahaan lain tersebut, meskipun yang bersangkutan bukan orang dalam dari perusahaan lain tersebut. Hal ini karena informasi mengenai perusahaan lain tersebut lazimnya diperoleh karena kedudukannya pada emiten yang melakukan transaksi dengan perusahaan lain tersebut. Transaksi yang dimaksud adalah semua bentuk transaksi yang terjadi antara emiten dengan perusahaan lain, termasuk juga transaksi atas efek perusahaan lain tersebut yang dilakukan oleh emiten yang bersangkutan.

c. Perorangan yang mempunyai hubungan dengan emiten

Pihak yang termasuk dalam kategori ini adalah orang perseorangan (pihak lain) yang karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungan usahanya dengan emiten memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi orang dalam. Yang dimaksud dengan kedudukan adalah jabatan pada lembaga, institusi, atau badan pemerintah, sedangkan yang dimaksud dengan hubungan usaha adalah hubungan kerja atau kemitraan dalam kegiatan usaha, misalnya hubungan nasabah, pemasok, kontraktor, pelanggan dan kreditur, konsultan, pialang dan lain sebagainya.

d. Pihak sebagai mantan orang dalam

Pihak yang termasuk dalam kategori ini adalah komisaris, direktur, pegawai emiten ataupun pemegang saham emiten, yang sudah tidak lagi menjadi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam huruf a, b, dan c di atas, tetapi belum melampaui jangka waktu 6 (enam) bulan. Misalnya seorang direktur atau komisaris suatu emiten berhenti atau

mengundurkan diri pada tanggal 1 Januari 2010, maka sampai dengan tanggal 30 Juni 2010 ia masih dianggap sebagai orang dalam dan tidak boleh melakukan perdagangan orang dalam.

Pihak-pihak sebagaimana disebut dalam huruf a sampai dengan d di atas adalah pihak orang dalam murni, karena mereka yang berpotensi untuk mengetahui informasi orang dalam yang belum dipublikasikan, mendahului pihak lainnya. Di samping itu, masih terdapat pihak lain yang dapat dijerat dengan perbuatan perdagangan orang dalam. Mereka adalah pihak yang mendapatkan atau memperoleh informasi orang dalam yang dilakukan secara melawan hukum, seperti yang tercantum dalam Pasal 97 ayat (1) UUPM. Mereka ini disebut sebagai *tippee* yang aktif karena atas inisiatif sendiri mereka berusaha untuk mendapatkan informasi orang dalam.¹³⁵

Dari penjelasan di atas, dapat ditarik kesimpulan mengenai klasifikasi dari pihak yang termasuk orang dalam, yaitu:¹³⁶

- a. Orang dalam yang murni, yaitu para pemegang saham utama, komisaris, direksi dan karyawan emiten;
- b. Orang dalam karena adanya hubungan usaha atau pekerjaan dengan emiten;
- c. Pihak ketiga yang memperoleh informasi orang dalam dari orang dalam secara langsung, termasuk yang memperoleh informasi tersebut secara melawan hukum;
- d. Pihak yang mendapatkan informasi orang dalam dari pihak lain atau *secondary tippee*.

Terkait dengan klasifikasi orang dalam sebagaimana dijelaskan sebelumnya, perlu ditegaskan bahwa UUPM menganut konsep *fiduciary duty*. Konsep ini dalam prakteknya mempunyai kelemahan karena tidak dapat menjangkau orang luar perusahaan yang menyalahgunakan informasi material yang diperolehnya secara tidak sengaja atau tidak langsung dari orang dalam, dan berdasarkan informasi tersebut mereka kemudian melakukan transaksi efek (dikenal dengan *misappropriation*). UUPM hanya dapat menjerat *tipper* atau orang dalam dari emiten

¹³⁵ *Ibid.*, hal 89-90.

¹³⁶ *Ibid.*, hal 90.

saja, sedangkan banyak pihak yang bukan orang dalam dari emiten yang memiliki informasi orang dalam dan menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi tidak dapat dijerat oleh hukum (*tippee* pasif dan *secondary tippee*). Hal ini menyebabkan sulitnya menjerat pelaku kejahatan perdagangan orang dalam karena biasanya pihak luar inilah yang menjadi pelaksana transaksi di lapangan.

2. Adanya informasi orang dalam

Informasi orang dalam adalah informasi (dalam bentuk apa pun, termasuk mengenai suatu fakta) yang bersifat material,¹³⁷ yang dimiliki oleh orang dalam dan belum tersedia untuk umum (*vide* Penjelasan Pasal 95 UUPM). Menurut Pasal 1 ayat (6) UUPM, informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek, dan/atau keputusan pemodal, calon pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut. Contohnya adalah informasi mengenai penggabungan usaha (*merger*), pembelian saham dan akuisisi, peleburan usaha, pembentukan usaha patungan, serta penjualan tambahan efek kepada masyarakat. Sementara itu, belum terbuka untuk umum berarti emiten belum melakukan pengumuman secara luas kepada publik terhadap informasi material yang dimilikinya.

Bentuk informasi orang dalam tersebut dapat secara tidak tertulis¹³⁸ ataupun tertulis, misalnya hasil RUPS yang dibuat dalam bentuk akta notariil.¹³⁹ Baik ada

¹³⁷ Pengertian informasi material di UUPM adalah sebagian dari bentuk informasi material yang terdapat di Amerika Serikat, yaitu: (1) *increases or decreases in dividends*, (2) *declaration of stock splits and stock dividends*, (3) *financial forecasts, especially estimates of earnings*, (4) *changes in previously disclosed financial information*, (5) *mergers, acquisitions or takeovers*, (6) *proposed issuances of new securities*, (7) *significant changes in operations*, (8) *significant increases or declines in backlog orders or the award of significant contract*, (9) *significant new product to be introduced, significant discoveries of oil and gas, mineral or the like*, (10) *extraordinary borrowings*, (11) *major litigation*, (12) *financial liquidity problem*, (13) *significant changes in management*, (14) *the purchase or sale of substantial assets*. Lihat Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 36. Ketentuan standar berkaitan dengan informasi material yang digunakan dalam kasus perdagangan orang dalam di Amerika Serikat adalah ketentuan yang mengacu kepada keputusan Mahkamah Agung Amerika Serikat terhadap kasus *TSC Industries vs. Northway*.

¹³⁸ Dalam hal informasi orang dalam bentuknya tidak tertulis, maka informasi orang dalam tersebut dapat dibuktikan dari pemeriksaan saksi-saksi dan/atau tersangka/terpidana di dalam proses penyidikan (sebagaimana tercantum dalam Berita Acara Penyidikan/**BAP**) dan pemeriksaan pengadilan yang dilakukan.

atau tidaknya alat bukti maupun barang bukti berupa informasi orang dalam pada akhirnya terpenuhi atau tidaknya unsur perdagangan orang dalam ini tergantung pada penilaian dan kebijaksanaan hakim.

3. Adanya transaksi yang dilakukan berdasarkan informasi orang dalam tersebut

Salah satu syarat agar dapat dikatakan terjadi perdagangan orang dalam adalah terjadinya transaksi. Jika seseorang mempunyai informasi orang dalam tetapi belum diperdagangkan, maka ia belum dapat dikatakan telah melakukan perdagangan orang dalam, walaupun mungkin telah melanggar prinsip keterbukaan.

Transaksi efek adalah pembelian dan/atau penjualan efek yang dilakukan oleh suatu pihak atas efek emiten, yang terjadi di bursa efek. Dalam hal ini, transaksi dilakukan dan diputuskan berdasarkan informasi material yang dimiliki berkaitan dengan emiten tersebut (informasi orang dalam). Tujuan dari transaksi tersebut adalah untuk mendapatkan keuntungan tertentu berkaitan dengan kenaikan harga efek

¹³⁹ Dalam hal suatu perusahaan terbuka akan melakukan *corporate action* yang bersifat material, maka harus melakukan RUPS sebagaimana diatur dalam Keputusan Ketua Bapepam-LK, Peraturan No. IX.E.2 tentang Transaksi Material dan Perubahan Usaha Utama. Hasil dari RUPS tersebut berbentuk akta notariil sehingga informasi dalam hal ini berbentuk tertulis, dan dapat dijadikan barang bukti melalui proses penyitaan yang dilakukan oleh Penyidik dengan kewenangan yang diberikan oleh Pasal 101 ayat (3) huruf f UUPM jo. Pasal 43 KUHAP, di mana dinyatakan bahwa penyitaan surat atau tulisan lain dari pihak yang berkewajiban menurut undang-undang untuk merahasiakannya, sepanjang tidak menyangkut rahasia negara, dapat dilakukan dengan persetujuan mereka atau atas ijin khusus ketua pengadilan negeri setempat, kecuali undang-undang menentukan lain. Barang bukti dalam hal ini harus dibedakan dari alat bukti, karena barang bukti hanyalah suatu benda atau barang yang digunakan untuk meyakinkan hakim akan kesalahan terdakwa terhadap perkara pidana yang didakwakan kepadanya. Walaupun demikian, barang bukti dan alat bukti sama-sama dapat menimbulkan keyakinan hakim bahwa suatu tindak pidana benar-benar telah terjadi dan bahwa terdakwa adalah yang bersalah melakukannya.

Dalam hal akta notariil, maka selain dapat digunakan untuk menguatkan keterangan saksi dan/atau keterangan terdakwa, akta notariil tersebut merupakan alat bukti surat yang sah sebagaimana dimaksud dalam Pasal 187 huruf a KUHAP. Apabila barang bukti berupa akta notariil tersebut dimintakan keterangan kepada seorang ahli oleh penyidik pada saat penyidikan, maka keterangan ahli tersebut juga merupakan alat bukti surat di depan persidangan. Apabila barang bukti berupa akta notariil tersebut dimintakan keterangan kepada seorang ahli pada saat persidangan, maka keterangan ahli tersebut merupakan alat bukti keterangan ahli sebagaimana dimaksud Pasal 186 KUHAP. Apabila akta notariil tersebut (baik sebagai barang bukti maupun alat bukti) mempunyai kesesuaian dengan perbuatan, kejadian atau keadaan, baik antara yang satu dengan yang lain, maupun dengan tindak pidana itu sendiri, maka hal ini bisa menjadi alat bukti petunjuk. Lihat Anton Arie Siahaan, *op. cit.*, hal 106-109.

emiten atau untuk menghindari kerugian yang mungkin terjadi berkaitan dengan penurunan harga efek emiten.¹⁴⁰

Biasanya perdagangan orang dalam dilakukan dengan cara yang lebih canggih sehingga menghilangkan kesan bahwa transaksi dilakukan dengan mempergunakan informasi orang dalam. Misalnya saja dengan mewakilkan transaksi kepada pihak lain, yaitu dengan terlebih dahulu mendirikan perusahaan di kawasan “*tax heaven*” seperti di *Cayman Islands* atau *British Virginia Islands* (“**BVI**”). Transaksi juga tidak dilakukan secara langsung tetapi dengan memerintahkan bank kustodian, yang akan melakukan pembelian atau penjualan dengan mengatasnamakan perusahaan di *Cayman Islands* atau BVI tersebut. Hal ini akan semakin sulit ditelusuri terutama jika bank kustodian lokal ini hanya mendapat perintah dari induknya di luar negeri (*global custodian*). Dengan cara ini, pihak yang mendapatkan informasi orang dalam akan tersembunyi rapat di belakang perusahaan yang didirikannya tersebut, karena bank kustodian akan melakukan pesanan kepada broker atas nama perusahaan. Pencatatan efek tersebut pada Biro Administrasi Efek (“**BAE**”) juga tidak akan dilakukan atas nama pihak yang mempunyai informasi orang dalam.¹⁴¹

Tidak dicantumkannya unsur “mendapatkan/memperoleh keuntungan” berarti pelaku perdagangan orang dalam tetap dapat dihukum tanpa melihat apakah adanya informasi orang dalam tersebut memberikan keuntungan atau tidak kepada si pengguna informasi tersebut. Membuktikan ketiga unsur sebagaimana dijelaskan di atas sangat sulit dan kerap menjadi hambatan dan pertimbangan bagi Bapepam-LK untuk tidak meneruskan perkara perdagangan orang dalam ke PN. Dibandingkan meneruskannya ke pengadilan namun pada akhirnya tidak dapat dibuktikan sehingga pelaku bebas, maka Bapepam-LK kerap mengambil keputusan untuk memberikan sanksi administratif untuk memberikan efek jera. Dengan adanya kendala dalam pembuktian unsur-unsur tindak pidana perdagangan orang dalam yang mempunyai karakteristik tersendiri dibandingkan dengan tindak pidana umum, seharusnya ada perubahan terhadap peraturan perundang-undangan yang mengatur tentang pasar

¹⁴⁰ *Ibid.*, hal 102-103. Bandingkan dengan Faizal Hafied, *op. cit.*, hal 43-45.

¹⁴¹ Hamud Balfas, *op. cit.*, hal 452.

modal. Pasar modal seharusnya memiliki hukum acaranya sendiri, yang menentukan bahwa pembuktian terhadap tindak pidana perdagangan orang dalam menganut sistem beban pembuktian terbalik (*shifting burden of proof*), di mana terdakwa harus dapat membuktikan bahwa ia tidak melakukan tindak pidana yang didakwakan terhadapnya.

Hal lain yang harus diperhatikan adalah adanya Pasal 101 ayat (1) UUPM yang memberikan kewenangan kepada Bapepam-LK untuk menetapkan dimulai atau tidaknya penyidikan terhadap kasus perdagangan orang dalam. Pasal ini merupakan faktor lain yang menyebabkan sulitnya membawa kasus perdagangan orang dalam ke pengadilan. Pasal ini dianggap sebagai pasal karet yang tidak mempunyai parameter yang jelas tentang unsur-unsur yang ada di dalamnya. Penjelasan Pasal 101 ayat (1) UUPM juga tidak memberikan parameter yang jelas mengenai apa yang dimaksud dengan perbuatan yang merugikan kepentingan pasar modal sehingga perlu diteruskan ke tahap penyidikan, sehingga dapat menimbulkan interpretasi yang berbeda-beda. Untuk mengatasi ambiguitas dan demi kepastian hukum, perlu diberikan parameter yang jelas tentang kriteria “merugikan kepentingan pasar modal atau pemodal” di bagian penjelasan pasal ini atau melalui keputusan ketua Bapepam-LK.

Walaupun terdapat kendala-kendala untuk menangani perdagangan orang dalam, namun perdagangan orang dalam dapat diberantas jika semua pihak berkomitmen untuk mewujudkan supremasi hukum dan prinsip keterbukaan di pasar modal. Perbaiki perangkat regulasi yang ada, kerjasama dengan berbagai otoritas terkait, perbaiki moral aparat penegakan hukum, serta penegakkan hukum terhadap perdagangan orang dalam sebagai *priority enforcement target*, niscaya dapat membantu pemberantasan perdagangan orang dalam. Sebagaimana SEC di Amerika Serikat, Bapepam-LK juga harus berkomitmen bahwa penegakan hukum terhadap perdagangan orang dalam adalah target penting serta prioritas utama untuk dilakukan.¹⁴² Penegakan hukum oleh Bapepam-LK ini tentunya juga perlu didukung oleh segala pihak yang terkait, terutama aparat penegak hukum seperti institusi kepolisian dan kejaksaan serta pengacara.

¹⁴² Munir fuady, *op. cit.*, hal 165.

3.3. Penanganan Perkara Perdagangan Orang Dalam di Pasar Modal Negara Lain

Perbandingan hukum adalah salah satu cara penelitian atau metode untuk membahas suatu persoalan hukum dalam bidang mana pun juga. Dengan membandingkan pasar modal luar negeri dengan pasar modal Indonesia, dapat ditemukan unsur-unsur persamaan dan perbedaan dari mekanisme dan aspek pasar modal pada berbagai tempat tersebut. Adanya persamaan disebabkan oleh prinsip-prinsip pasar modal yang bersifat universal. Sementara itu, perbedaan disebabkan oleh suasana, lingkungan, latar belakang sosial, budaya, politik, dan tingkat kemajuan ekonomi yang berbeda-beda. Walaupun terdapat perbedaan sistem hukum dikarenakan pola kebudayaan dan pola politik masyarakat hukum dari negara yang bersangkutan, namun tidak menutup kemungkinan bahwa antara kaidah-kaidah hukum sistem yang satu dengan kaidah hukum dari sistem yang lain terdapat persamaan. Perbedaan dan persamaan itulah yang memungkinkan terjadinya usaha perbandingan.¹⁴³

Dengan membandingkan sistem hukum yang berlaku di negara tertentu, maka akan terpenuhi kebutuhan ilmiah dan praktis untuk sistem hukum di Indonesia. Secara ilmiah dapat mempelajari sistem hukum asing sehingga pengetahuan tentang hukum dan lembaga-lembaganya akan semakin luas, serta secara praktis akan membantu dalam rangka membentuk dan memperbaiki hukum nasional.¹⁴⁴

Perbandingan dilakukan dengan Amerika Serikat karena perkembangan hukum dan industri pasar modal negara tersebut telah berlangsung lama dan mempengaruhi format industri pasar modal dunia. Segala hal yang terjadi di bursa negara tersebut, misalnya kenaikan atau penurunan harga saham dan kebijaksanaan moneter di *Wall Street (New York Stock Exchange)* akan mempengaruhi pasar modal di Negara lainnya. UUPM juga mempunyai kesamaan dengan *the Securities Exchange Act of 1934*, misalnya dalam mengatur mengenai proses *go public* suatu perusahaan, mulai

¹⁴³ H. Jusuf anwar (a), *op. cit.*, hal 65.

¹⁴⁴ *Ibid.*, hal 66.

dari periode pra pencatatan pendaftaran sampai periode pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif atau pasca efektif.¹⁴⁵

Amerika Serikat sebenarnya bukanlah satu-satunya negara yang melarang perdagangan orang dalam, namun tidak ada negara yang menerapkan atau menegakkan peraturan mengenai pelarangan perdagangan orang dalam seperti di Amerika Serikat. Indonesia mempunyai peraturan hukum yang melarang perdagangan orang dalam, namun dalam penerapannya belum seefektif Amerika Serikat.¹⁴⁶

Praktek dan penanganan perdagangan orang dalam di Amerika Serikat sedikit berbeda dengan di Indonesia. Di Indonesia, larangan hanya ditujukan pada tindakan yang dilakukan oleh orang dalam. UUPM tidak melarang pihak yang bukan orang dalam, yang menerima informasi orang dalam, untuk melakukan transaksi atas efek suatu emiten berdasarkan informasi orang dalam yang diperolehnya tersebut. Sebagai contoh, apabila seorang direktur emiten yang mempunyai informasi orang dalam menyuruh istrinya untuk membeli saham perusahaan tersebut, maka istri direktur tersebut tidak dikenakan sanksi. Yang dikenakan sanksi hanyalah si direktur sebagai orang dalam berdasarkan Pasal 96 UUPM.

Selanjutnya, Pasal 97 UUPM secara khusus mengesampingkan *tippees* dari sanksi perdagangan orang dalam. Setiap pihak yang memperoleh informasi orang dalam dari emiten, sepanjang pihak tersebut bukan orang dalam, dapat menggunakan secara bebas informasi tersebut untuk kepentingannya. Atas dasar hal tersebut, investor tidak dilarang untuk memperoleh informasi orang dalam dari emiten, sepanjang informasi tersebut tidak diperoleh secara melawan hukum. Larangan hanya ditujukan kepada orang dalam untuk tidak memberikan informasi orang dalam kepada pihak lain, sehingga mempersulit penanganan perdagangan orang dalam.¹⁴⁷

¹⁴⁵ Yulfasni, *op. cit.* hal 114.

¹⁴⁶ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 79-80. Beberapa kasus tentang pelanggaran ketentuan perdagangan orang dalam seperti *Speed vs. Trans America Corporation*, *Curtiss Wright Company*, *Texas Gulf Sulfur*, *Douglass Aircraft*, *Bauseh & Lamb*, *United States vs. Chiarella*, *Equity Funding Corporation of America (Dirks vs SEC)*, dan *Heard on the Street Case* adalah yurisprudensi hukum yang menjadi dasar analisa akademis tentang peraturan hukum perdagangan orang dalam di Amerika Serikat. Lihat Indra Safitri, *op. cit.*, hal 245.

¹⁴⁷ Imam Sjahputra Tunggal, *op. cit.*, hal 113.

Hukum di Amerika Serikat sendiri sebenarnya sulit membuktikan praktek perdagangan orang dalam dari sudut penggunaan informasi yang belum menjadi milik publik. Hal ini dikarenakan adanya *gray area* yang secara teknis tidak mungkin dipenuhi unsurnya, sehingga akhirnya pembuktian kasus perdagangan orang dalam membutuhkan waktu yang lama. Misalnya saja kasus yang menimpa Franklin Mint, di mana *chairman* dan dua eksekutifnya menjual ribuan lembar saham perusahaan yang diketahui akan mengalami penurunan pendapatan, yang harus menyita waktu 5 (lima) tahun untuk dituntaskan oleh sebuah badan independen yang dinamakan *Securities and Exchange Commission* ("SEC").¹⁴⁸

Untuk menjamin bahwa orang dalam tidak akan menyalahgunakan informasi rahasia yang dimilikinya, SEC membuat banyak peraturan, misalnya *short swing liability*. Menurut peraturan ini, semua orang dalam pada prinsipnya dilarang melakukan pembelian dan penjualan saham yang sama dalam kurun waktu kurang dari enam bulan. Apabila mereka tetap melakukan transaksi, maka semua keuntungan yang diperoleh dari transaksi tersebut harus dikembalikan kepada perusahaan dan menjadi bagian kekayaan perusahaan.¹⁴⁹

Amerika Serikat juga mengembangkan dua metode untuk mendeteksi praktek perdagangan orang dalam secara dini, yaitu:¹⁵⁰

1. Pengawasan (*surveillance*)

Metode yang dilakukan adalah dengan melakukan pemeriksaan ke belakang dari bukti perdagangan efek yang tidak sah secara tidak langsung. Alat pengawasan pasar secara elektronik yang ada memudahkan untuk mengetahui secara cepat

¹⁴⁸ Indra Safitri, *op. cit.*, hal 246.

¹⁴⁹ Adrian Sutedi, *op. cit.*, hal 126.

¹⁵⁰ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 48-49. Sebagai perbandingan, Jepang melakukan beberapa perkembangan dalam peraturan mengenai perdagangan orang dalam. *The Securities Dealer Association of Japan* menerapkan beberapa ketentuan sebagai berikut:

1. Anggota perusahaan harus mencegah pegawai atau pemegang saham utama perusahaan dari praktek perdagangan saham perusahaan dengan mempergunakan informasi khusus yang diperoleh karena posisinya;
2. Anggota perusahaan harus mempunyai peraturan di dalam perusahaannya yang melarang perdagangan orang dalam, dan memastikan karyawannya mematuhi peraturan tersebut;
3. Perusahaan sekuritas diwajibkan mengadakan sistem kartu di mana kartu tersebut mampu mengklasifikasikan orang dalam seperti direktur perusahaan atau keluarganya, pemegang saham utama, afiliasi perusahaan dan lain-lain serta memperlihatkannya pada kartu informasi. Staf perusahaan diharapkan menggunakan sistem kartu tersebut dalam mencegah perdagangan orang dalam.

volume perdagangan, sehingga dapat diambil kesimpulan secara pasti mengenai dugaan bahwa seseorang telah melakukan perdagangan berdasarkan informasi material. Untuk melakukan pengawasan ini, *the New York Stock Exchange* mempunyai *Stock Watch Group* yang terus mencatat aktivitas perdagangan melalui komputer pegawai setiap hari dan mengadakan penyelidikan ketika terdapat informasi yang mencurigakan.

2. Hadiah (*bounties*)

Kongres Amerika Serikat pada pembuatan undang-undang baru tentang perdagangan orang dalam menambahkan ketentuan agar SEC atau Departemen Kehakiman memberikan penghargaan kepada pihak yang memberikan informasi mengenai terjadinya perdagangan orang dalam, yang pembayarannya dibebankan dari 10% (sepuluh persen) hukuman atau denda dari pelakunya. Ketentuan dalam Pasal 21 A (e) *Securities Exchange Act of 1984* tersebut adalah contoh kebijakan yang menunjukkan kebulatan tekad untuk menangani perdagangan orang dalam.

Untuk lebih jelasnya mengenai sistem hukum pasar modal di Amerika Serikat, terutama mengenai penanganan praktek perdagangan orang dalamnya, maka perlu untuk dijelaskan secara singkat beberapa hal sebagai berikut:

1. **Bursa efek Amerika Serikat**

Untuk pertama kalinya Bursa Efek Amerika didirikan di Philadelphia pada tahun 1790. Kemudian selanjutnya didirikan juga Bursa Efek New York (*New York Stock Exchange/“NYSE”*) pada tahun 1817. NYSE saat ini menjadi pusat perdagangan saham di Amerika Serikat. Pada tahun 1842, didirikan pula *New York Curb Exchange*, yang diubah menjadi *the American Stock Exchange* pada tahun 1953.¹⁵¹

Fokus pengawasan di NYSE adalah adanya jaminan atas informasi yang berkesinambungan mengenai perusahaan atau hal-hal yang berkaitan dengan saham yang diperdagangkan tersebut. Oleh karena itu dibutuhkan sistem telekomunikasi yang secara otomatis akan menunjukkan perubahan harga atau volume yang tidak biasa, yang akan membantu otoritas bursa untuk melawan para manipulator serta menentukan adanya indikasi perdagangan orang dalam. Apabila terjadi pelanggaran, investigasi dimulai dengan menghubungi perusahaan untuk

¹⁵¹ H. Jusuf anwar (a), *op. cit.*, hal 71-72.

mengetahui apakah ada informasi untuk umum yang tidak disampaikan kepada publik. Selain itu, pengawas bursa memeriksa kembali perdagangan yang telah terjadi secara elektronik untuk memudahkan penyelidikan NYSE dalam melihat apakah ada perusahaan lain yang perdagangannya menonjol.¹⁵²

Selanjutnya, akan dilihat nama-nama investor yang terlibat dalam perdagangan, yang otomatis dihubungkan dengan nama-nama dari orang dalam yang ada, untuk mendeteksi kemungkinan terjadinya saling keterkaitan di antara mereka. Setelah penyelidikan selesai, pihak NYSE akan mengambil tindakan yang diperlukan serta melindungi keuangan investor dengan memonitor pergerakan keuangan dan operasional dari perusahaan-perusahaan yang bersangkutan. Semua tindakan tersebut dilakukan oleh NYSE sebagai *self regulatory organization* (selanjutnya disebut sebagai “SRO”), di mana NYSE bertanggung jawab untuk menjamin suatu pasar yang teratur, wajar dan efisien bagi semua investor, yang meliputi pengawasan perdagangan di lapangan serta memonitor semua anggotanya untuk melihat apakah mereka mematuhi undang-undang sekuritas dan peraturan lainnya.¹⁵³

2. Ketentuan yang berlaku di pasar modal Amerika Serikat

Untuk membantu menstabilkan pasar modal Amerika Serikat, kongres telah mengeluarkan *the Securities Act of 1933* dan *the Securities Exchange Act of 1934*. *The Securities Act of 1933* mengatur tentang penawaran perdana dan hal-hal yang berkaitan dengan pasar sekunder. Sementara itu, *the Securities Exchange Act of 1934* merupakan aturan yang sifatnya lebih luas dan mengatur hal-hal yang

¹⁵² *Ibid.*, hal 81-82.

¹⁵³ *Ibid.*, hal 83-84. Untuk meningkatkan kualitasnya, pada tahun 1997 NYSE mengambil langkah-langkah sebagai berikut:

1. Memodifikasi persyaratan margin agar perusahaan yang tercatat di NYSE lebih kompetitif di pasar dunia dan melindungi investor dari risiko-risiko yang merugikan;
2. Memperkenalkan teknologi dan sistem baru untuk pemeriksa dalam melihat kekuatan keuangan dan operasional dari perusahaan-perusahaan. Selain itu, juga mengefektifkan identifikasi dan penyelidikan atas kemungkinan adanya perdagangan orang dalam melalui pengawasan pasar, peningkatan teknologi, dan penggunaan perangkat lunak yang sesuai;
3. Pengadopsian atas peraturan-peraturan baru untuk memperbaiki aliran informasi ke pihak pembuat peraturan pada NYSE; dan
4. Menegakkan pengembangan keahlian para pegawai NYSE untuk tetap dapat mengikuti perkembangan strategi-strategi perdagangan, instrumen-instrumen investasi, serta teknologi baru.

berkaitan dengan transaksi jual beli saham pada pasar sekunder. Undang-undang ini pula yang menjadi dasar aturan bagi pembentukan SEC yang berfungsi untuk melindungi investor di pasar modal.¹⁵⁴

Selain kedua peraturan tersebut, pasar modal Amerika Serikat juga memiliki banyak undang-undang yang menjamin terlaksananya pasar modal secara teratur, misalnya saja *Federal Securities Laws* yang mengatur mengenai emiten dan investor, serta *Blue Sky Laws* yang dikeluarkan oleh negara-negara bagian untuk mengatur mengenai pialang, *dealer*, pendaftaran saham yang akan diperdagangkan, dan sanksi-sanksi terhadap tindakan yang melanggar hukum.¹⁵⁵

Selain itu, ada juga *Insider Trading Sanctions Act of 1984* yang menegaskan bahwa setiap pihak yang terbukti melakukan transaksi dengan menggunakan informasi material yang belum diketahui umum, diancam dengan hukuman untuk membayar sejumlah uang yang nilainya tiga kali lebih besar dari keuntungan yang diperolehnya dari kegiatan ilegal tersebut. Pada tahun 2002 juga diundangkan *Sarbanes-Oxley Act* yang bertujuan memberikan perlindungan maksimal kepada investor dengan meningkatkan keakuratan dan kehandalan dari kualitas keterbukaan dari entitas bisnis di Amerika Serikat. Hal ini tercermin dari beberapa hal sebagai berikut:¹⁵⁶

- a. Adanya kewajiban dan tanggung jawab direksi untuk melakukan sertifikasi terhadap mayoritas pelaporan rutin dan berkala yang harus dipublikasikan oleh emiten kepada SEC dan masyarakat. Para direksi ini juga dapat bertanggungjawab secara perdata maupun pidana terhadap isi dari laporan berkala tersebut. Ancaman hukuman yang dapat dikenakan kepada mereka yang terlibat dalam pelanggaran juga diperberat menjadi

¹⁵⁴ *Ibid.*, hal 82-83.

¹⁵⁵ *Ibid.*, hal 84-85. *Federal Securities Law* pada dasarnya terdiri dari enam undang-undang yang dibentuk antara tahun 1933 dan tahun 1940 dan secara periodik diubah, serta satu undang-undang yang dibentuk pada tahun 1970. Undang-Undang tersebut antara lain: *Securities Act 1933*, *Securities Exchange Act of 1934*, *Public Utility Holding Company Exchange Act of 1935*, *Trust Indenture Act of 1939*, *Investment Company Act of 1940*, *Investment Adviser Act of 1940* dan *the Securities Investor Protection Act of 1970*. Salah satu aturan terpenting dalam *Federal Securities Law* adalah *Securities Exchange Act of 1934*, yang menjadi dasar pembentukan SEC dan mulai melarang serta mengatur dengan rinci mengenai perdagangan orang dalam. Seluruh regulasi tersebut, khususnya *Securities Act 1933* dan *Securities Exchange Act of 1934*, telah disempurnakan dengan amandemen maupun undang-undang baru.

¹⁵⁶ *Ibid.*, hal 91-92.

denda maksimum US\$ 5 juta (lima juta dolar Amerika Serikat) dan maksimum 20 (dua puluh) tahun penjara. Selain itu, direksi juga dapat dituntut agar lebih proaktif dan meningkatkan kualitas peran dan partisipasinya serta kontribusinya dalam proses pengambilan keputusan strategis dalam perusahaan.

- b. Akuntan dan konsultan hukum dibebani kewajiban untuk melaporkan kepada SEC atas setiap indikasi pelanggaran yang melibatkan manajemen dari perusahaan yang menjadi kliennya. Hal ini dikenal dengan istilah *permissive disclosure*. Selain itu, konsultan hukum yang mengundurkan diri atau memutuskan hubungan kerja dengan emiten juga diwajibkan untuk melaporkan pengunduran diri tersebut kepada SEC disertai penjelasan mengenai alasan dari pengunduran diri tersebut.
- c. SEC diberikan kewenangan untuk mengenakan sanksi administratif berupa denda kepada pelaku pelanggaran, yang akan digunakan untuk mengganti kerugian yang diderita investor. Undang-undang ini juga memberikan kewenangan kepada SEC untuk menggunakan dana hasil pengenaan denda kepada analisis efek untuk pelaksanaan program edukasi kepada investor dan masyarakat melalui *Financial Literacy and Education Commission*.

Pada tahun 1988, diterbitkan juga *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988*. *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988* adalah bentuk upaya mencegah terjadinya perdagangan orang dalam dengan memberikan sanksi yang lebih tegas.¹⁵⁷ Ketentuan tersebut tidak secara langsung memakai *misappropriation theory* yang didasarkan pada *Rule 10b-5 the Securities Exchange Act of 1934*. Peraturan tersebut akan menjangkau para pelaku perdagangan orang dalam sampai kepada pihak luar yang menyalahgunakan

¹⁵⁷ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 81-82. Peraturan ini memuat enam ketentuan, yaitu:

1. *Increased criminal penalties;*
2. *Provision for the payment of a bounty to informants;*
3. *The requirement that brokers and dealers supervise their employees to avoid tipping or insider trading;*
4. *Codification of investors common law right to sue for damages;*
5. *SEC authority to assist foreign governments investigation of international securities fraud;*
6. *Five year statute of limitations for insider trading suits.*

informasi orang dalam untuk melakukan transaksi efek, misalnya pada kasus *Carpenter v United States*.

Peraturan-peraturan yang ada di Amerika Serikat pada saat ini tidak hanya melarang pegawai dan direksi perusahaan untuk melakukan perdagangan atas efek perusahaan tempat mereka bekerja berdasarkan informasi material yang tidak tersedia untuk umum, tetapi juga mencakup larangan yang lebih luas lagi. Konsep penanganan perdagangan orang dalam di Amerika Serikat saat ini terutama diatur berdasarkan sejumlah peraturan, antara lain:¹⁵⁸

- a. *The disclose or abstain rule* yang diatur berdasarkan § 10 (b) dari *the Securities Exchange Act of 1934* dan *Securities and Exchange Commission Rule 10b-5*, yang pada dasarnya mengatur mengenai orang dalam berdasarkan pandangan klasik, yaitu pegawai perusahaan dan direksi.
- b. *The misappropriation theory* berdasarkan § 10 (b) dan *rule 10b-5*, yang mengatur mengenai orang luar perusahaan yang melakukan transaksi efek perusahaan tersebut.
- c. *SEC Rule 14e-3* berdasarkan *Exchange Act § 14 (e)* yang khusus mengatur mengenai perdagangan orang dalam dikaitkan dengan *tender offer*.
- d. *Section 16 (b)* dari *the Exchange Act*, yang melarang direksi, pegawai dan pemegang saham yang memiliki lebih dari 10 persen saham perusahaan dari mendapatkan “*short swing profits*” dengan melakukan jual atau beli efek dalam jangka waktu enam bulan setelah informasi material dipublikasikan.
- e. *State corporate law*, yang pada dasarnya mengatur mengenai pegawai perusahaan dan direksi yang membeli saham langsung dari pemegang saham di perusahaan itu sendiri.

Selain ketentuan-ketentuan tersebut di atas, ketentuan lain yang juga penting adalah *Regulation FD (17 CFR §§ 243.100-243.103, reproduced at ¶¶ 301-304)* yang mengatur mengenai prinsip keterbukaan. Berdasarkan peraturan ini, apabila suatu perusahaan atau pihak yang bertindak untuk dan atas nama perusahaan,

¹⁵⁸ Stephen M. Bainbridge, *Securities Law: Insider Trading*, second edition, (New York: Foundation Press, 2007), hal 1-2.

membuka informasi material yang belum dipublikasikan¹⁵⁹ kepada pihak tertentu seperti pemegang saham perusahaan yang patut diduga akan melakukan transaksi berdasarkan informasi tersebut, maka perusahaan harus mempublikasikan informasi tersebut.¹⁶⁰

3. Lembaga pengawas pasar modal Amerika Serikat

Peran pengawasan pasar modal Amerika Serikat dilaksanakan oleh SEC yang merupakan lembaga independen (*quasi judicial regulatory agency*) yang khusus dibentuk untuk mengatur dan mengawasi kegiatan pasar modal serta menegakkan peraturan perundang-undangan industri sekuritas Amerika Serikat. Hal ini ditujukan untuk memberikan perlindungan maksimal kepada investor serta untuk menjamin dan menjaga agar pasar senantiasa transparan, adil dan terjaga integritasnya, dengan penekanan pada pelaksanaan prinsip keterbukaan.

SEC adalah badan independen yang dibentuk oleh Kongres berdasarkan *the Securities Exchange Act* untuk menegakkan hukum pasar modal. Kongres memberikan SEC kewenangan untuk melengkapi hukum pasar modal yang ada dengan berbagai peraturan yang diperlukan, misalnya saja *Rule 10b-5* dan *14e-3* yang mengatur mengenai perdagangan orang dalam.¹⁶¹

4. Awal mula pelarangan perdagangan orang dalam di Amerika Serikat

Sampai tahun 1960-an, perdagangan orang dalam hanya diatur dengan *state corporate law*. Peraturan-peraturan yang ada pada saat itu sebagian besar hanya

¹⁵⁹ Apa yang dimaksud dengan informasi material yang belum dipublikasikan dalam hukum pasar modal di Amerika Serikat? *The regulation FD does not define the terms 'material' and 'nonpublic,' but instead relies on existing definitions of these terms established in case law. In general, information is material under federal securities law if a reasonable investor would consider it important in making an investment decision. Materiality therefore depends on the significance that a reasonable investor would place on the misrepresented or withheld information. There must be a substantial likelihood that, under all the circumstances, the mistated or omitted fact would have assumed actual significance in a reasonable investor's investment decision.* Lihat James Hamilton dan Ted Trautmann, *Guide to Regulation FD and Insider Trading Reforms*, (Chicago: CCH Incorporated, 2001), hal 23.

¹⁶⁰ *Ibid.*, hal 7. *The timing of the required public disclosure depends on whether the selective disclosure was intentional or non-intentional. If the selective disclosure is intentional, the company must publicly disclose the same information simultaneously, while for a non-intentional disclosure the public disclosure must be made 'promptly'.*

¹⁶¹ Stephen M. Bainbridge, *op. cit.*, hal 2.

mengatur mengenai *face-to-face transactions*. Bahkan sebelum tahun 1900, dengan adanya konsep “*majority*” atau “*no duty*”, di mana tidak ada kewajiban untuk mempublikasikan informasi material yang diketahui orang dalam, maka perdagangan orang dalam tidak dilarang.¹⁶²

Langkah pertama pelarangan perdagangan orang dalam terjadi dengan adanya kasus *Oliver v. Oliver*, di mana *Georgia Supreme Court* memperkenalkan konsep ‘*minority*’ atau ‘*duty to disclose*’. Dalam kasus ini, direksi yang mendapatkan informasi orang dalam karena diuntungkan oleh posisinya, telah diangkat dan dipercaya pemegang saham untuk mendapatkan posisi tersebut, sehingga direksi memiliki kewajiban untuk mempublikasikan semua informasi material tersebut kepada pemegang saham sebelum melakukan transaksi dengan mereka. Selanjutnya, dengan adanya kasus *Strong v. Repide*, maka *US Supreme Court* menetapkan konsep ‘*special facts*’ atau ‘*special circumstances*’, di mana dinyatakan bahwa walaupun pada dasarnya direksi tidak memiliki kewajiban untuk mempublikasikan fakta material saat melakukan transaksi dengan pemegang saham, namun kewajiban tersebut dapat muncul dalam situasi tertentu (*special circumstances*), misalnya jika fakta tersebut dapat memberi pengaruh drastis terhadap harga saham.¹⁶³

Dengan adanya *state law* di awal tahun 1900-an, semua peraturan tersebut mulai dikaji ulang untuk diterapkan. Sebagai hasilnya, pada akhir tahun 1930-an, mayoritas negara menerapkan peraturan ‘*special circumstances*’ dalam kasus-kasus yang mereka hadapi.¹⁶⁴

Transaksi saham umumnya lebih banyak terjadi pada bursa saham. Dengan demikian, larangan terhadap adanya perdagangan orang dalam seharusnya juga diterapkan untuk transaksi yang terjadi di bursa efek, dan tidak hanya diterapkan terbatas untuk *face-to-face transactions*. Dalam perkara *Goodwin v. Agassiz*, dinyatakan bahwa direksi dan pegawai perusahaan yang bertransaksi di bursa saham

¹⁶² *Ibid.*, hal 7-8. Lebih lanjut dinyatakan bahwa “*prior to 1900 it was treatise law that ‘[t]he doctrine that officers and directors [of corporations] are trustees of the stockholders ... does not extend to their private dealings with stockholders or others, though in such dealings they take advantage of knowledge gained through their official position’. Under this so-called ‘majority’ or ‘no duty’ rule, liability was imposed solely for actual fraud, such as misrepresentation or fraudulent concealment of a material fact.*”

¹⁶³ *Ibid.*, hal 9.

¹⁶⁴ *Ibid.*, hal 10.

tidak memiliki kewajiban untuk membuka informasi material terhadap pihak dengan mana mereka melakukan transaksi saham. *The Massachusetts Supreme Judicial* menyatakan bahwa para direksi pada umumnya tidak menempati posisi sebagai *trustee* terhadap pemegang saham individual di sebuah perusahaan. Walaupun demikian, peraturan *special circumstances* mungkin dapat diterapkan dalam transaksi di bursa saham sebagaimana dapat diterapkan di *face-to-face transactions*.¹⁶⁵

Bersamaan dengan putusan terhadap kasus *Goodwin, the New Deal Congresses* mulai memperkenalkan *the federal securities laws*. Sejak saat itu, *federal regulation* mulai dipakai menggantikan *state corporate law*. Walaupun demikian, dapat dikatakan bahwa *state corporate law* adalah kerangka dasar dari *the federal securities laws*. Beberapa kasus yang menarik untuk dikaji terkait *state corporate law* adalah *Diamond v. Oreamuno* dan *Freeman v. Decio*. Kasus *Diamond v. Oreamuno* adalah kasus terkenal terkait perkara derivatif perdagangan orang dalam, di mana pegawai dan direksi perusahaan dinyatakan melanggar *fiduciary duty* mereka terhadap perusahaan. Sementara itu, kasus *Freeman v. Decio* menyatakan bahwa pegawai dan direksi perusahaan tidak bisa dikatakan bertanggung jawab atas adanya perdagangan orang dalam berdasarkan *state corporate law*, tanpa dapat dibuktikan bahwa perusahaan dirugikan dengan tindakan mereka tersebut.¹⁶⁶

5. Peraturan modern mengenai perdagangan orang dalam di Amerika Serikat

Pelarangan perdagangan orang dalam berdasarkan *the federal securities laws* yang modern didasarkan pada *the Securities Exchange Act of 1934*. Tujuan peraturan-peraturan modern tersebut adalah untuk melindungi investor dalam transaksi saham

¹⁶⁵ *Ibid.*, hal 11-14. Stephen M. Bainbridge sempat mempertanyakan, “*why can't the law undertake to ensure that all parties to stock market transaction have at least roughly equal access to information?*” Hal ini dikarenakan “*the federal insider trading prohibition never required directors to seek out individually those with whom they trade and personally make disclosure of 'everything' they know about the company. A workable insider trading prohibition simply requires directors to disclose publicly all material facts in their possession before trading or, if they are not able to do so, to refrain from trading.*” Walaupun demikian, *the American Law Institute's Principles of Corporate Governance* berpendapat bahwa kewajiban untuk menegakkan prinsip keterbukaan ada baik dalam transaksi di bursa saham maupun di *face-to-face transactions*.

¹⁶⁶ *Ibid.*, hal 16-23.

dan menjamin kepercayaan publik terhadap integritas pasar modal.¹⁶⁷ Inti dari pelarangan perdagangan orang dalam yang modern berasal dari §10 (b) dari *the Exchange Act*, yang menyatakan bahwa:

*“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange,
(b) To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the SEC may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.”*

Terdapat dua hal yang perlu diperhatikan dari ketentuan tersebut, antara lain.¹⁶⁸

1. Ketentuan tersebut tidak otomatis membuat semuanya ilegal. Ketentuan ini memberikan kewenangan kepada SEC untuk melarang tindakan manipulatif (*any manipulative or deceptive device or contrivance*) lalu menyatakan bahwa tindakan tersebut ilegal.
2. Tidak ada kata-kata “perdagangan orang dalam” secara eksplisit. Oleh karena itu, § 10 (b) kerap dikatakan sebagai ketentuan yang dapat digunakan untuk berbagai tipe dari kejahatan di bidang pasar modal yang tidak diatur secara spesifik di *the Exchange Act*.

Selanjutnya, pada tahun 1942 diperkenalkan *Rule 10b-5*, yang menjadi dasar pelarangan perdagangan orang dalam saat ini, yang menyatakan sebagai berikut:

*“It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange,
(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,*

¹⁶⁷ *Ibid.*, hal 23-24. *The United States Supreme Court* menyatakan bahwa “a significant purpose of the Exchange Act was to eliminate the idea that use of inside information for personal advantage was a normal emolument of corporate office.”

¹⁶⁸ *Ibid.*, hal 25-26. *To the extent the 1934 Congress addressed insider trading, it did so not through § 10 (b), but rather through §16 (b), which permits the issuer of affected securities to recover insider short-swing profits ... some have argued that §16 (b) was not intended to deal with insider trading, but rather with manipulation.*

- (b) *To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statement made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or*
 (c) *To engage in any fact, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, In connection with the purchase or sale of any security.*”

Dalam ketentuan tersebut juga tidak secara eksplisit dilarang mengenai perdagangan orang dalam. Awalnya, seperti juga *state common law*, peraturan ini hanya berlaku untuk *face-to-face transactions* dan pertanggungjawabannya didasarkan pada kewajiban keterbukaan. Walaupun demikian, pada tahun 1961 SEC akhirnya menyatakan bahwa ketentuan ini berlaku juga untuk perdagangan orang dalam yang terjadi melalui transaksi di bursa saham.¹⁶⁹

Peraturan mengenai perdagangan orang dalam sudah berkembang sesuai dengan perkembangan kasus-kasus yang diselesaikan berdasarkan ketentuan di dalam *federal securities law*, terutama § 10(b) dari *the Exchange Act* dan *Rule 10b-5*. Dari waktu ke waktu, dalam penanganan kasus-kasus tersebut, banyak juga permasalahan yang tidak disetujui oleh berbagai pengadilan. *Rules 10b5-1* dan *10b5-2* menyelesaikan beberapa masalah tersebut, antara lain:

- a. *Rule 10b5-1* menyelesaikan masalah mengenai transaksi ‘yang dilakukan berdasarkan’ informasi material yang belum dipublikasikan.¹⁷⁰

Salah satu masalah yang kerap dipersoalkan adalah hubungan apakah yang harus ada antara kepemilikan informasi orang dalam dengan perbuatan transaksi itu sendiri. Dalam beberapa kasus diperdebatkan bahwa suatu pihak dianggap bertanggungjawab terhadap transaksi yang dilakukannya jika ia mengetahui bahwa ia memiliki informasi orang dalam tersebut.¹⁷¹ Argumen

¹⁶⁹ *Ibid.*, hal 27-29. *The rule’s three subsections outlaw three types of conduct in connection with the purchase or sale of a security: the use of any device, scheme or artifice to defraud; material misstatements and omissions; and any act, practice or course of business that operates as a fraud ... rule 10b-5 is generally treated as broad prohibition of fraud in securities transactions and no one cares very much about whether the conduct in question is an artifice to defraud or a practice that operates as a fraud.*

¹⁷⁰ James Hamilton, *op. cit.*, hal 93-96.

¹⁷¹ *The goals of insider trading –protecting investors and the integrity of securities market- are best accomplished by a standard closer to the ‘knowing possession’ standard than to the ‘use’ standard. At the same time, an absolute standard based in knowing possession, or awareness, could be overbroad in some respects. The new rule attempts to balance these considerations by means of a general rule based on ‘awareness’ of the material nonpublic information, with several*

sebaliknya adalah bahwa pihak tersebut tidak bertanggung jawab kecuali dapat dibuktikan bahwa ia menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi. Walaupun *the Supreme Court* telah menyatakan bahwa pelanggaran perdagangan orang dalam adalah transaksi yang dilakukan “dengan’ atau ‘berdasarkan’ informasi material yang belum dipublikasikan, namun *the Supreme Court* tidak menyinggung masalah penggunaan atau kepemilikan informasi tersebut.

Suatu transaksi dikatakan ‘dilakukan berdasarkan’ informasi material yang belum dipublikasikan jika pihak yang melakukan transaksi tersebut menyadari atau mengetahui (*aware*) adanya informasi tersebut saat ia melakukan transaksi. Hal ini tidak berlaku apabila pihak tersebut:

- i. Sebelum menyadari informasi orang dalam tersebut, ia telah mengadakan suatu kontrak yang mengikat untuk membeli atau menjual saham, menginstruksikan pihak lain untuk melakukan transaksi untuk akunnya, atau membuat rencana tertulis untuk melakukan transaksi saham;
 - ii. Terkait kontrak, instruksi atau rencana tertulis tersebut, pihak tersebut harus sudah merinci jumlah, harga dan tanggal transaksi, serta membuktikan bahwa transaksi yang dilakukan didasarkan pada kontrak, instruksi atau rencana tertulis tersebut.
- b. *Rule 10b5-2*: kewajiban yang timbul karena adanya kepercayaan dalam kasus perdagangan orang dalam terkait *misappropriation theory*.¹⁷²

Salah satu permasalahan lain dalam penanganan perdagangan orang dalam adalah dalam situasi seperti apakah suatu hubungan yang tidak terkait bisnis, misalnya hubungan keluarga dan hubungan pribadi lainnya, muncul kewajiban dari adanya kepercayaan (*the duty of trust or confidence*) yang dibutuhkan berdasarkan *misappropriation theory*. Dari adanya beberapa kasus dapat disimpulkan bahwa anggota keluarga yang menerima informasi (*‘tip’* dalam kasus *Dirks*) dan melakukan transaksi, telah melanggar *Rule 10b-5*.

carefully enumerated affirmative defenses. This approach will better enable insiders and issuers to conduct themselves in accordance with the law. Lihat *ibid.*, hal 93.

¹⁷² *Ibid.*, hal 96-97.

Selain itu, anggota keluarga yang melakukan transaksi dengan melanggar janjinya untuk merahasiakan suatu informasi, juga melanggar *Rule 10b-5*.

Rule 10b5-2 menentukan tiga situasi di mana suatu pihak mempunyai kewajiban dari adanya kepercayaan sesuai dengan tujuan dari the *misappropriation theory*” berdasarkan the *Exchange Act* dan *Rule 10b-5*, yaitu:

- i. Kewajiban dari adanya kepercayaan muncul saat suatu pihak setuju untuk merahasiakan informasi tersebut;
- ii. Kewajiban dari adanya kepercayaan muncul saat dua pihak memiliki sejarah, pola, atau praktek membagi informasi sehingga penerima informasi mengetahui atau sepatutnya mengetahui bahwa pihak yang memberikan informasi material yang belum dipublikasikan berharap bahwa informasi tersebut akan dirahasiakan;
- iii. Kewajiban dari adanya kepercayaan muncul saat suatu pihak menerima informasi material yang belum dipublikasikan dari anggota keluarga yang dekat, seperti suami/istri, orang tua, anak, dan saudara kandung.

6. Kasus-kasus penting yang menjadi yurisprudensi di pasar modal Amerika Serikat

Kasus *Santa Fe Industries, Inc. V. Green* adalah salah satu kasus penting yang meletakkan prinsip keadilan dalam sebuah transaksi di luar lingkup *Rule 10b-5*, sehingga ketentuan tersebut terbatas pada pelanggaran prinsip keterbukaan saja. Pelarangan perdagangan orang dalam yang modern dimulai dengan adanya penegakkan hukum yang dilakukan SEC dalam kasus *Cady, Roberts & Co*. Dalam kasus ini mulai dikenal mengenai *tipping*, di mana orang dalam (*tipper*) yang mengetahui informasi penting tidak melakukan transaksi sendiri, melainkan memberikan informasi (*tips*) kepada orang lain (*tippee*) yang melakukan transaksi di bursa saham. Kasus ini menjadi pilar dari *disclose or abstain rule*, di mana orang dalam yang memiliki informasi material yang tidak dipublikasikan harus

mempublikasikan informasi tersebut sebelum melakukan transaksi atau, jika publikasi tidak mungkin dilakukan, maka tidak melakukan transaksi.¹⁷³

Selanjutnya, kasus *Texas Gulf Sulphur* adalah kasus di mana *the Second Circuit Court of Appeal* menyatakan bahwa orang dalam yang memiliki informasi material yang belum dipublikasikan harus mempublikasikan informasi yang dimilikinya sebelum melakukan transaksi atau tidak melakukan transaksi sampai informasi tersebut dipublikasikan. Dalam hal ini, publikasi informasi material oleh orang dalam yang ingin melakukan transaksi hanya dimungkinkan jika tidak ada keharusan untuk menjaga kerahasiaan dari perusahaan. Pengadilan dalam kasus ini juga berpendapat bahwa semua investor yang bertransaksi di bursa saham memiliki hak yang sama untuk mengakses informasi material dan memiliki risiko yang sama dalam bertransaksi di bursa saham. Larangan perdagangan orang dalam berlaku untuk semua orang yang memiliki akses, baik langsung maupun tidak langsung, terhadap informasi orang dalam yang bersifat material dan diketahuinya tidak tersedia untuk publik, karena semua investor yang bertransaksi di bursa efek memiliki hak yang sama untuk mengakses informasi material.¹⁷⁴

Di tahun 1980-an, terdapat dua putusan terkait kasus *Chiarella v. United States* dan *Dirks v. SEC*, yang membuat SEC mengembangkan dua teori baru yaitu *misappropriation theory* dan *Rule 14e-3*. Kedua teori tersebut dipakai dalam kasus *United States v. O'Hagan*.¹⁷⁵

Dalam kasus *Chiarella*, dapat disimpulkan bahwa seseorang dapat meningkatkan keuntungan dari pengambilalihan jika mengetahui lebih dahulu rencana pengambilalihan yang akan dilakukan. Hal ini dikarenakan orang tersebut dapat membeli saham dengan harga murah sebelum pengambilalihan tersebut

¹⁷³ Stephen M. Bainbridge, *op. cit.*, hal 39-42.

¹⁷⁴ *Ibid.*, hal 44-49. Stephen M. Bainbridge menyatakan bahwa “*the implications of the equal access principle become troubling when we start dealing with attenuated circumstances, however, especially with respect to market information.*” Stephen M. Bainbridge juga membedakan antara “*market information*” dengan “*inside information*”. Menurut Stephen M. Bainbridge, “*market information is commonly defined as information about events or developments that affect the market for a company’s securities, but not the company’s assets or earnings. It typically emanates from noncorporate sources and deals primarily with information affecting the trading markets for the corporation’s securities.*”. Sementara itu, *inside information typically comes from internal corporate sources and involves events or developments affecting the issuer’s assets or earnings.*

¹⁷⁵ *Ibid.*, hal 50.

dilakukan, kemudian menjualnya dengan harga mahal setelah pengambilalihan diumumkan. Semakin awal rencana tersebut diketahui, akan semakin besar perbedaan harga beli dan harga jual, sehingga akan semakin besar juga keuntungannya. Walaupun demikian, dalam kasus ini, *Chiarella* bukanlah pegawai maupun direksi dari perusahaan yang sahamnya ia perdagangkan, meskipun ia memang memiliki akses yang lebih terhadap informasi mengenai perusahaan tersebut dibandingkan pihak dengan mana ia melakukan transaksi saham. Kasus ini memperlihatkan perkembangan yang terjadi dalam pelarangan perdagangan orang dalam, dari peraturan terdahulu yang mengharuskan adanya hubungan fidusia antara pembeli dan penjual saham. Dengan demikian, *Chiarella* memperjelas bahwa *disclose or abstain rule* tidak dipicu oleh kepemilikan informasi material yang belum dipublikasikan semata. *The disclose or abstain rule* untuk perdagangan orang dalam sekarang diberlakukan juga sebagai kewajiban untuk memberitahukan informasi material tersebut kepada pihak lawan dengan mana transaksi dilakukan, di mana kewajiban tersebut muncul dari hubungan kepercayaan yang ada di antara para pihak.¹⁷⁶

Setelah kasus *Chiarella*, maka terdapat kasus *Dirks v. SEC*, di mana masalah pemberian informasi (*tipping*) menjadi lebih kompleks karena *Dirks* bukan pegawai atau direksi, dan juga tidak memiliki hubungan khusus yang melibatkan kepercayaan dengan pihak lawan transaksinya. Dalam kasus ini *Supreme Court* menolak prinsip persamaan akses terhadap informasi dan menolak perlunya pelanggaran *fiduciary duty* untuk dapat dikenakan pertanggungjawaban. Pengadilan berpendapat bahwa pertanggungjawaban *tippee* adalah turunan dari pertanggungjawaban *tipper* yang melanggar *fiduciary duty*. Dengan demikian, tanggung jawab *tippee* baru muncul jika *tipper* melanggar *fiduciary duty*-nya dengan membuka informasi material kepada *tippee*, dan *tippee* mengetahui atau selayaknya mengetahui bahwa telah terjadi pelanggaran *fiduciary duty*. Pelanggaran tersebut tidak semata pelanggaran kerahasiaan oleh orang dalam, tetapi pelanggaran kewajiban untuk tidak mengambil keuntungan dari informasi yang sudah dipercayakan kepada *tipper*. Dengan demikian, *tippee* melanggar kewajiban untuk tidak memberitahukan informasi yang dimilikinya kepada pihak

¹⁷⁶ *Ibid.*, hal 51-53.

dengan mana ia melakukan transaksi, sedangkan *tipper* melanggar *fiduciary duty*-nya dengan memberikan informasi (*tip*). Dalam hal ini, pengadilan harus menentukan apakah orang dalam atau *tipper* tersebut diuntungkan, secara langsung maupun tidak langsung, dari membuka informasi tersebut kepada *tippee*.¹⁷⁷

Kasus *Chiarella* dan *Dirks* menggantikan yurisprudensi yang dibuat melalui kasus *Texas Gulf Sulphur*. Pertanggungjawaban untuk perkara perdagangan orang dalam dibebankan hanya kepada pihak yang memiliki *fiduciary duty* kepada pihak dengan mereka melakukan transaksi, yaitu pihak-pihak yang telah diberikan kepercayaan oleh investor. Hal ini menimbulkan pertanyaan apakah cukup hanya dengan adanya *fiduciary duty*, tanpa adanya pelanggaran terhadap *fiduciary duty* tersebut? Hakim Powell dalam kasus *Dirks* berpendapat bahwa pelanggaran *fiduciary duty* adalah salah satu unsur dari perdagangan orang dalam, namun pelanggaran tersebut akan ditemukan kapan pun pihak yang dipercaya (*fiduciary*) tersebut melakukan transaksi berdasarkan adanya informasi orang dalam. Hal ini dikarenakan semua orang dalam dilarang berdasarkan hubungan fidusia yang dimilikinya untuk menggunakan informasi material yang belum dipublikasikan demi keuntungannya. Masalahnya adalah kerangka tersebut tidak konsisten dengan yurisprudensi *Rule 10b-5* dan adanya hubungan fidusia antara orang dalam dan pihak dengan mana mereka melakukan transaksi saham, tidak cukup tanpa disertai pelanggaran. Satu-satunya pendekatan yang masuk akal adalah bahwa persyaratan *fiduciary duty* membutuhkan adanya pelanggaran oleh orang dalam terhadap kewajiban untuk tidak bertransaksi berdasarkan informasi yang belum dipublikasikan. Hal ini didukung dengan pendapat Hakim Powell yang mengemukakan elemen-elemen perdagangan orang dalam, yaitu:

- a. Adanya hubungan yang memungkinkan akses terhadap informasi orang dalam yang dikhususkan untuk digunakan demi kepentingan perusahaan; dan
- b. Ketidakadilan yang timbul dari kemungkinan orang dalam mengambil keuntungan dari informasi tersebut dengan melakukan transaksi tanpa mempublikasikan informasi tersebut terlebih dahulu.

¹⁷⁷ *Ibid.*, hal 54-56.

Dengan demikian, pertanggungjawaban atas perdagangan orang dalam muncul dari ketidakadilan di mana satu pihak mengambil keuntungan dari informasi yang seharusnya diperuntukkan demi kepentingan perusahaan dan bukan untuk kepentingan seseorang. Atau dapat dikatakan bahwa orang dalam dilarang berdasarkan hubungan fidusianya, dari menggunakan informasi material yang belum dipublikasikan untuk kepentingannya sendiri.¹⁷⁸

Apabila ditinjau ulang kembali, dalam perkara *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, *Supreme Court* berpendapat bahwa § 10 (b) bukanlah larangan pelanggaran *fiduciary duty* yang dapat diterapkan untuk semua kasus, melainkan hanya dapat diterapkan untuk perkara yang terkait manipulasi atau penipuan. Perdagangan orang dalam juga dianggap bukan mengenai masalah *fiduciary duty*, melainkan hanya masalah keterbukaan semata. Apabila ditelaah, perdagangan orang dalam dapat dikatakan mengandung unsur penipuan dalam arti tidak mempublikasikan informasi material sebelum melakukan perdagangan. Pihak yang merupakan subyek dari *disclose or abstain theory* biasanya juga merupakan subyek dari peraturan *fiduciary duty* dan kerahasiaan, yang melarang mereka dari membuka informasi tersebut. Bagi mereka, pelanggaran perdagangan orang dalam berarti mengharuskan mereka untuk tidak melakukan perdagangan berdasarkan informasi material yang belum dipublikasikan. Dengan demikian, dasar pertanggungjawaban dalam hal ini adalah kegagalan mereka untuk tidak melakukan transaksi, dan bukan karena masalah keterbukaan informasi.¹⁷⁹

7. Pihak yang terkena larangan perdagangan orang dalam di Amerika Serikat

Di sistem hukum *common law*, larangan perdagangan orang dalam ditujukan terutama pada pegawai, direktur dan pemegang saham yang memiliki lebih dari sepuluh persen saham di perusahaan. Dalam kasus *Texas Gulf Sulphur*, larangan § 10 (b) tersebut diperluas kepada semua pihak yang memiliki akses kepada informasi material yang belum dipublikasikan. Dalam kasus *Chiarella*, ditegaskan bahwa *disclose or abstain theory* dapat diterapkan pada siapapun yang

¹⁷⁸ *Ibid.*, hal 57-65.

¹⁷⁹ *Ibid.*, hal 65-67.

mempunyai akses terhadap informasi material yang belum dipublikasikan yang ditujukan untuk kepentingan perusahaan semata. Selain itu, beberapa klasifikasi orang dalam lainnya adalah:¹⁸⁰

- a. *Constructive insiders*, misalnya pengacara yang mempunyai *fiduciary duty* dan hubungan kepercayaan kepada kliennya, seperti dalam kasus *United States v. O'Hagan*. Dalam hal ini, harus ada keinginan dari pihak pemberi informasi bahwa informasi tersebut hanya akan digunakan untuk kepentingannya, dan pihak penerima informasi harus mengetahui keinginan tersebut serta setuju untuk menjaga kerahasiaan.
- b. *Tippers* dan *tippees*, di mana pertanggungjawabannya harus memenuhi dua syarat yaitu *tipper* melanggar *fiduciary duty*-nya kepada perusahaan dengan memberitahukan informasi, dan *tippee* mengetahui atau seharusnya mengetahui pelanggaran tersebut. Dalam hal ini ada yang berpendapat bahwa jika tidak ada keuntungan pribadi, maka tidak ada pelanggaran *fiduciary duty* kepada pemegang saham, dan hal ini akan mengakibatkan tidak adanya pelanggaran derivatif dari *tippee*.
- c. *Nontraditional relationship*, yang diakibatkan tidak adanya hubungan fidusia,¹⁸¹ misalnya karena:
 - i. Mempercayai seseorang dengan memberikan informasi rahasia tidak dengan sendirinya menciptakan hubungan fidusia; dan
 - ii. Hubungan keluarga tidak dengan sendirinya menciptakan hubungan fidusia tanpa disertai beberapa elemen tambahan.
 Jika dikaitkan dengan *misappropriation theory* dan *Rule 10b5-2*, maka ada tiga situasi di mana seseorang memiliki kewajiban untuk menjaga rahasia, yaitu:¹⁸²

¹⁸⁰ *Ibid.*, hal 69-85.

¹⁸¹ *Ibid.*, hal 81. *A fiduciary relationship involves discretionary authority and dependency: one person depends on another – the fiduciary- to serve his interests. In relying on a fiduciary to act for his benefit, the beneficiary of the relation may entrust the fiduciary with custody over property of one sort of another. Because the fiduciary obtains access to this property to serve the ends of the fiduciary relationship, he becomes duty-bound not to appropriate the property for his own use.* Yang dimaksudkan dengan “*property*” dalam hal ini adalah informasi rahasia yang dimiliki perusahaan.

¹⁸² *Ibid.*, hal 84-85. Lihat juga James Hamilton, *op. cit.*, hal 97.

- i. Kewajiban tersebut ada saat seseorang setuju untuk menjaga kerahasiaan informasi tersebut;
- ii. Kewajiban tersebut ada antara dua pihak yang memiliki kebiasaan saling berbagi rahasia, di mana pihak yang menerima informasi mengetahui atau sepatutnya mengetahui bahwa pihak yang memberikan informasi menginginkan informasi tersebut dirahasiakan;
- iii. Kewajiban tersebut ada saat seseorang menerima atau mendapatkan informasi material yang belum dipublikasikan dari suami/istri, orang tua, anak, atau saudara kandungnya.

Elemen lainnya yang penting selain adanya ‘orang dalam’ dari perdagangan orang dalam adalah: informasi tersebut harus bersifat material, informasi tersebut harus belum dipublikasikan, serta transaksi dilakukan karena dimilikinya informasi tersebut atau berdasarkan informasi tersebut. Berkaitan dengan belum dipublikasikannya informasi tersebut, timbul pertanyaan kapan orang dalam boleh melakukan transaksi? Tentu saja orang dalam hanya boleh bertransaksi setelah informasi dipublikasikan, tapi sulit dipastikan kapan tepatnya informasi tersebut masuk ke domain publik. Pengadilan berpendapat bahwa menunggu sampai informasi dipublikasikan kepada publik atau dibuat *press release* saja tidak cukup. Informasi tersebut harus sudah disosialisasikan dan investor harus memiliki kesempatan untuk memahami serta mengambil tindakan terhadap informasi tersebut. Orang dalam minimal harus menunggu sampai informasi tersebut sampai ke perantara pedagangan efek dan investor profesional.¹⁸³

8. *Misappropriation theory*

Perkembangan terpenting dalam penanganan perdagangan orang dalam di Amerika Serikat adalah *misappropriation theory*. Hakim Burger dalam kasus *Chiarella* berpendapat bahwa pihak yang memiliki informasi yang belum dipublikasikan dan disalahgunakan, memiliki kewajiban mutlak untuk memberitahukan informasi tersebut kepada pihak dengan mana ia bertransaksi, atau wajib untuk tidak melakukan transaksi sama sekali. Seperti layaknya *disclose*

¹⁸³ Stephen M. Bainbridge, *op. cit.*, hal 86-89.

or abstain theory, *misappropriation theory* juga mensyaratkan adanya pelanggaran *fiduciary duty* sebelum melakukan transaksi berdasarkan informasi orang dalam tersebut, walaupun dalam konteks yang berbeda. *Misappropriation theory* membebankan pertanggungjawaban kepada pihak yang:¹⁸⁴

- a. Menyalahgunakan informasi material yang belum dipublikasikan;
- b. Dengan demikian melanggar *fiduciary duty* atau kewajiban yang timbul dari hubungan kepercayaan atau melanggar *fiduciary duty* kepada sumber informasi;
- c. Menggunakan informasi tersebut dalam transaksi saham, tanpa mengharuskan adanya kewajiban terhadap pemegang saham dari perusahaan yang sahamnya mereka perdagangkan.

Peraturan terkait *Misappropriation theory* saat ini diperjelas dengan adanya *Rule 10b5-2*.¹⁸⁵ *Misappropriation theory* pertama kali diterapkan dalam kasus *Carpenter v. United States*. Kasus ini berawal dari R. Foster Winan yang merupakan wartawan *The Wall Street Journal*, yang bersama temannya menulis (*co author*) kolom *Heard of the Street*. Kolom tersebut adalah penilaian dan analisis tentang kondisi perusahaan tertentu yang tercatat di bursa Amerika Serikat. Penilaian dan analisis yang tepat serta hasil riset yang baik dari kedua penulis tersebut menjadikan kolom tersebut diminati para pelaku bursa dan dapat mempengaruhi harga saham perusahaan yang mereka bahas. Kolom tersebut dijadikan tolok ukur untuk menentukan apakah harga saham dari perusahaan yang dianalisis tersebut bagus atau tidak. Apabila hasil analisis menunjukkan bagus, maka harga saham akan naik dan demikian pula sebaliknya. Fenomena tersebut kemudian dipergunakan oleh Winan dan temannya untuk menambah penghasilan dengan cara memberitahukan hasil analisisnya kepada teman baiknya mengenai isi dari kolom tersebut yang belum beredar dengan menganjurkan untuk melakukan transaksi berdasarkan rekomendasi dari Winan, sampai akhirnya Winan dan temannya tersebut memperoleh keuntungan senilai ratusan ribu dolar Amerika Serikat.

¹⁸⁴ *Ibid.*, hal 101.

¹⁸⁵ Untuk lebih jelas mengenai *Rule 10b5-2*, lihat James Hamilton, *op. cit.*, hal 65-67.

Praktek yang dilakukan oleh Winan tidak berlangsung lama karena SEC mengetahuinya dan membawa perkara tersebut ke pengadilan. Berdasarkan *misappropriation theory*, SEC menuduh Winan telah melakukan perdagangan orang dalam meskipun Winan bukan merupakan orang dalam dari perusahaan yang dianalisisnya serta tidak memperoleh informasi orang dalam. Informasi yang diperoleh Winan berasal dari informasi yang terbuka untuk umum. Tuduhan SEC terhadap Winan adalah bahwa Winan dianggap telah menyalahgunakan informasi milik *Wall Street* demi keuntungan pribadinya. SEC beranggapan bahwa Winan mengetahui secara sadar mengenai kebijakan dari *Wall Street* di mana Winan harus menjaga informasi serta kerahasiaan milik *Wall Street*. Pengadilan juga sependapat dengan SEC yaitu Winan telah menyalahgunakan informasi milik *Wall Street* untuk kepentingan pribadinya sehingga telah terbukti melanggar larangan perdagangan orang dalam.¹⁸⁶

Apabila kasus *Carpenter v United States* terjadi di Indonesia, maka Winan tidak akan terkena sanksi perdagangan orang dalam sebagaimana diatur dalam Pasal 95 UUPM. Hal ini dikarenakan UUPM secara tidak langsung menganut *fiduciary duty theory*. *Fiduciary duty theory* hanya menekankan kepada kewajiban dari pihak manajemen perusahaan, pemegang saham utama, orang yang karena profesinya, kedudukannya atau hubungan usahanya dengan emiten atau orang yang dalam waktu enam bulan terakhir tidak lagi menjadi orang dalam dari emiten untuk tidak melakukan transaksi efek perusahaan tersebut atau memberikan informasi material yang belum terbuka kepada pihak tertentu untuk melakukan transaksi efek.¹⁸⁷

9. Sanksi terhadap pelaku perdagangan orang dalam di Amerika Serikat

Pelaku perdagangan orang dalam di Amerika Serikat diancam dengan berbagai sanksi. SEC memang tidak memiliki kewenangan untuk menuntut secara pidana kepada pelakunya, namun berdasarkan *Exchange Act § 21(d)(1)*, SEC berwenang untuk meminta *the Justice Department* untuk memulai tuntutan

¹⁸⁶ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 56-57.

¹⁸⁷ *Ibid.*, hal 83.

pidana. *Justice Department* juga dapat memulai tuntutan pidana berdasarkan inisiatif sendiri. Berdasarkan § 32 (a), pelanggaran *Rule 10b-5* atau *14e-3* dapat dihukum denda satu juta miliar dolar Amerika Serikat (atau dua setengah juta dolar Amerika Serikat dalam hal pelaku adalah perusahaan) dan maksimal 10 tahun penjara. Selain sanksi pidana, SEC juga berwenang mengenakan sanksi perdata dalam kasus perdagangan orang dalam, sebagaimana dimungkinkan dengan adanya *Exchange Act § 21(d)*, dan secara administrative berdasarkan § 15(b)(4) *1934 Act*. Selain itu, terdapat juga sanksi administrasi misalnya pembatasan kegiatan usaha atau mencabut pendaftaran dari perantara pedagang efek.

Dengan adanya *the Insider Trading Sanctions Act of 1984*, sanksi yang dapat diberikan mencapai tiga kali lipat dari keuntungan yang didapat atau kerugian yang dihindari dari pelaku yang melanggar *Rules 10b-5* atau *14e-3* dengan membeli atau menjual saham saat memiliki informasi material yang belum dipublikasikan. Selain itu, berdasarkan *the Insider Trading and Securities Fraud Act of 1988*, SEC diberikan kewenangan untuk memberikan imbalan kepada pihak yang memberitahukan adanya perdagangan orang dalam, sebesar sepuluh persen dari sanksi yang dikenakan SEC terhadap pelakunya.¹⁸⁸

Setelah membahas mengenai pasar modal dan penanganan perdagangan orang dalam di Amerika Serikat, maka apabila dibandingkan antara Amerika Serikat dan Indonesia, dapat diketahui bahwa pelanggaran terhadap ketentuan larangan perdagangan orang dalam dan kesulitan menelusurinya di Indonesia disebabkan oleh.¹⁸⁹

1. Lemahnya pengaturan hukum

Peraturan mengenai perdagangan orang dalam di Amerika Serikat pada mulanya hanya mampu menjangkau orang dalam saja, sehingga tidak bisa menjatuhkan sanksi bagi orang yang mendapatkan informasi dari orang dalam (*tippee*). Kasus-kasus perdagangan orang dalam yang terjadi di Amerika Serikat pada awalnya adalah mengenai pelanggaran terhadap kewajiban menyampaikan informasi

¹⁸⁸ Stephen M. Bainbridge, *op. cit.*, hal 129-131.

¹⁸⁹ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 72-78.

kepada masyarakat, misalnya kasus *Texas Gulf Sulphur Company* dan *Cady, Robert & Co.* Kemudian dengan adanya *Securities Exchange Act of 1934* dan undang-undang federal, akhirnya SEC mampu menjangkau semua orang yang mempergunakan informasi yang belum terbuka kepada masyarakat untuk melakukan transaksi efek berdasarkan *misappropriation theory*.

Pertimbangan yang dipergunakan dalam teori tersebut bukan mengenai adanya pelanggaran terhadap *fiduciary duty*, tetapi pada persoalan adanya informasi yang diperoleh seseorang dan informasi tersebut disalahgunakan untuk melakukan transaksi efek. Berdasarkan pertimbangan tersebut maka perdagangan orang dalam yang terjadi karena pelanggaran terhadap *misappropriation theory* dapat dikenakan sanksi, misalnya dalam kasus *Carpenter v United States*, *United States v Newman*, dan *SEC v Musella*.¹⁹⁰ Kasus perdagangan orang dalam karena mendapatkan informasi orang dalam atau *tippee* pada akhirnya juga dapat dijatuhi hukuman. Dalam kasus *Dirk v SEC*, Mahkamah Agung menyatakan bahwa *tippee* harus melakukan *disclose or abstain* terhadap informasi yang diperoleh dari orang dalam.

Apabila kita tinjau lebih lanjut peraturan perundang-undangan mengenai pasar modal di Indonesia, maka kita juga dapat menemukan beberapa kelemahan, antara lain:

- a. Penjelasan Pasal 95 huruf a UUPM hanya menjelaskan bahwa yang dimaksud dengan orang dalam adalah komisaris, direktur atau pegawai emiten atau perusahaan publik. Penjelasan tersebut tidak memberikan penjelasan lebih jauh mengenai siapa yang dimaksud dengan pegawai emiten sehingga menimbulkan penafsiran yang berbeda mengenai apakah pegawai tidak tetap juga termasuk dalam kategori “pegawai emiten” atau tidak.
- b. Pasal 95 UUPM dan penjelasannya tidak mengamanatkan adanya pengaturan lebih lanjut dalam bentuk peraturan pemerintah mengenai perdagangan orang dalam. Untuk mencegah praktek perdagangan orang dalam dengan berbagai bentuknya yang tidak tercakup dalam UUPM, maka perlu diatur dalam bentuk Surat Keputusan Bapepam-LK, misalnya

¹⁹⁰ Sofyan A. Djalil, *op. cit.*, hal 9. Setelah kasus Chiarella, kongres Amerika Serikat menyetujui *Insider trading Sanction Act of 1984* dan *Securities Fraud Enforcement Act of 1988* agar SEC mampu memberikan sanksi yang lebih tegas kepada pelaku perdagangan orang dalam.

Surat Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-86/PM/1996 mengenai informasi yang harus segera dibuka kepada masyarakat.

- c. Dalam UUPM terdapat celah hukum dalam menjangkau perdagangan orang dalam yang didasarkan pada penggunaan atau penyalahgunaan informasi dari orang luar untuk melakukan transaksi karena UUPM hanya menjangkau perdagangan orang dalam yang terjadi akibat pelanggaran *fiduciary duty* saja.
- d. UUPM dapat menjatuhkan sanksi bagi pemberi maupun penerima tip dari orang dalam mengenai fakta material. Walaupun demikian, UUPM tidak dapat menjatuhkan sanksi terhadap seseorang yang bukan orang dalam tapi mendapatkan informasi material secara tidak sengaja, misalnya saja seseorang yang kebetulan mendengar pembicaraan orang dalam di sebuah rumah makan mengenai kebijakan perusahaan yang merupakan suatu fakta material lalu berdasarkan informasi tersebut akhirnya membeli saham perusahaan target yang dimaksud dalam jumlah signifikan dan mendapatkan keuntungan. Contoh lain yang mungkin terjadi adalah kasus *Carpenter v. United States* sebagaimana sudah dijelaskan sebelumnya. Apabila kasus serupa terjadi di Indonesia, maka UUPM tidak dapat menjatuhkan sanksi bagi pelakunya karena tidak ada pasal yang dapat dijadikan dasar untuk menjatuhkan sanksi dan tidak adanya jiwa *misappropriation theory* dalam UUPM. Hal ini adalah celah yang dapat merugikan investor dalam transaksi efek di bursa dan pada akhirnya dapat menimbulkan ketidakpercayaan masyarakat terhadap bursa.

2. **Tidak ada batasan mengenai kapan orang dalam dapat melakukan transaksi setelah fakta material dipublikasikan**

Dalam hal adanya suatu fakta material yang oleh emiten akan diinformasikan kepada masyarakat, maka setelah fakta material tersebut diinformasikan, menjadi pertanyaan apakah sejak saat itu orang dalam sudah dapat melakukan transaksi efek atau masih harus menunggu sampai waktu tertentu. Permasalahan ini adalah salah satu faktor yang menghambat penelusuran praktek perdagangan orang dalam.

Di Amerika Serikat, dikenal adanya *short-swing profits* di mana orang dalam perusahaan, pemegang saham 10 % (sepuluh persen) atau lebih dilarang melakukan transaksi jual atau beli efek perusahaannya untuk kepentingannya dalam jangka waktu enam bulan. Apabila dilanggar, maka harus dilaporkan kepada SEC dalam jangka waktu sepuluh hari setelah akhir bulan terjadinya transaksi tersebut. Hal ini diatur dalam *Section 16 (a), 16 (b) Securities Act of 1934*.¹⁹¹

3.4. Solusi Untuk Mengatasi Hambatan Penyelesaian Perkara Perdagangan Orang Dalam di Pasar Modal Indonesia

Salah satu kendala dalam penanganan perkara perdagangan orang dalam adalah larangan transaksi efek di UUPM yang masih menganut konsep *fiduciary duty*. Berdasarkan konsep ini, orang dalam perusahaan seharusnya melakukan aktivitas kerja terhadap perusahaan secara maksimal dan penuh loyalitas di atas kepentingan pribadinya, sehingga yang bersangkutan dilarang melakukan transaksi efek karena informasi material yang dimilikinya yang belum terbuka bagi masyarakat. Konsep *fiduciary duty* dalam prakteknya mempunyai kelemahan karena tidak dapat menjangkau penyalahgunaan informasi material yang diperoleh orang luar perusahaan secara tidak sengaja atau tidak langsung dari orang dalam, dan

¹⁹¹ Ketentuan *short-swing profits* juga sebenarnya hanya mengatur mengenai tidak bolehnya orang dalam melakukan transaksi efek untuk kepentingannya dalam waktu enam bulan, tetapi tidak mengatur mengenai kapan suatu fakta material dianggap efektif setelah dibuka kepada masyarakat. Informasi material yang dibuka oleh emiten untuk kepentingan masyarakat adalah dasar bagi investor untuk menentukan kebijakan investasi portfolionya. Kebijakan investasi tersebut dapat dilakukan dengan cepat atau lambat tergantung pada:

- a. Ketersediaan data yang lengkap terkait keakuratan informasi yang dikeluarkan emiten;
- b. Latar belakang kebijakan emiten dalam melakukan sesuatu yang bersifat material tersebut; dan
- c. Kondisi keuangan internal investor saat informasi material tersebut dibuka oleh emiten.

Misalnya saja suatu emiten yang bergerak di bidang pembuatan komputer pada tanggal 15 Maret 1997 akan mengakuisisi 80% (delapan puluh persen) saham sebuah perusahaan penanaman modal asing *joint venture* yang bergerak di bidang penghasil komponen komputer. Informasi material tersebut disampaikan pada tanggal 14 Maret 1997. Setelah jumpa pers untuk memberitahukan informasi tersebut, direktur utama emiten melakukan transaksi beli saham perusahaan target dalam jumlah besar. Hal ini sepiantas tidak menimbulkan masalah karena pihak emiten sudah mengumumkan fakta material tersebut. Walaupun demikian, jika dianalisa lebih lanjut, terlihat bahwa direktur utama dari emiten tersebut telah mengetahui lebih dahulu tentang fakta material tersebut sehingga dapat lebih matang mempertimbangkan kebijakan investasi portfolionya. Seharusnya kasus ini dapat dijangkau dengan ketentuan perdagangan orang dalam karena adanya orang dalam yang memanfaatkan informasi yang dimilikinya untuk melakukan transaksi efek perusahaan target secepat mungkin setelah emiten melakukan jumpa pers, sementara pada saat yang sama masyarakat justru masih mempertimbangkan untuk menjual atau membeli saham perusahaan target atau saham perusahaan emiten yang akan melakukan akuisisi.

berdasarkan informasi tersebut mereka kemudian melakukan transaksi efek (*misappropriation*). Lemahnya pengawasan terhadap transaksi efek dan adanya celah hukum terhadap pihak yang tergolong dalam kategori *misappropriation* untuk melakukan transaksi efek, merupakan penyebab sulitnya menelusuri kasus perdagangan orang dalam yang harus diatasi. Untuk mengantisipasi celah hukum yang ada terkait konsep *fiduciary duty* dan tidak adanya amanat pengaturan lebih lanjut dalam bentuk peraturan pemerintah terhadap pasal-pasal UUPM mengenai perdagangan orang dalam, diperlukan peraturan khusus mengenai perdagangan orang dalam, sebagaimana *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988* di Amerika Serikat, yang penerapannya cukup efektif.

Salah satu solusi lain yang juga diperlukan untuk menangani kasus perdagangan orang dalam di pasar modal Indonesia adalah dengan meningkatkan kemampuan Bapepam-LK untuk dapat menemukan indikator terjadinya perdagangan orang dalam. Indikator terjadinya perdagangan orang dalam biasanya tercium saat pelaku menjual saham yang dibelinya dalam jumlah yang signifikan dengan menggunakan informasi orang dalam. Secara teknis, penggunaan variabel transaksi yang dilakukan melalui perusahaan efek, yang berkepentingan dalam transaksi tersebut, dapat dijadikan sebagai alat untuk melacak. Hal ini penting karena menyangkut tingkat harga dan jumlah transaksi yang terjadi sebelum dan sesudah informasi diterima oleh pasar. Oleh sebab itu, sistem pengawasan pasar harus segera bereaksi secara efektif apabila variabel dan pola perdagangan orang dalam terjadi di salah satu bagian saham emiten.¹⁹²

Selain solusi-solusi tersebut di atas, berdasarkan pertimbangan telah *go international*-nya beberapa emiten pasar modal Indonesia di luar negeri, maka sudah waktunya pemerintah Indonesia melakukan kerjasama internasional dengan negara lain mengenai pencegahan terjadinya perdagangan orang dalam internasional. Dengan demikian, masing-masing negara dapat selalu bekerja sama untuk memberikan informasi terhadap transaksi saham suatu emiten, serta dapat mendeteksi dini perdagangan orang dalam internasional tersebut, seperti yang pernah dilakukan antara negara Amerika Serikat dan Jepang.¹⁹³

¹⁹² Indra Safitri, *op. cit.*, hal 229.

¹⁹³ Yulfasni, *op. cit.*, hal 115-116.

Tidak adanya perjanjian kerja sama serta lemahnya penerapan sanksi yang diterapkan Indonesia terhadap praktek perdagangan orang dalam yang dilakukan oleh emiten lokal akan menjadi masalah jika di Indonesia juga terdapat perusahaan asing yang melakukan pencatatan sahamnya atau pencatatan kombinasi. Salah satu masalah yang muncul terkait adanya emiten asing adalah kemungkinan terjadinya pencatatan ganda efek yang bersifat internasional, yang pada gilirannya dapat menimbulkan terjadinya perdagangan orang dalam internasional, masalah yurisdiksi yang rumit serta menimbulkan biaya atau kewajiban hukum yang bersifat material baik secara perdata maupun pidana.¹⁹⁴ Perbedaan peraturan hukum yang mengatur mengenai larangan perdagangan orang dalam juga akan berdampak terhadap emiten asing yang mencatatkan sahamnya karena akan terjadi perbedaan penafsiran terhadap batasan perdagangan orang dalam yang berlaku di masing-masing negara. Hal ini juga disebabkan adanya celah hukum pada UUPM yang tidak menerapkan *misappropriation theory* dalam pengaturan mengenai transaksi efek yang dilarang.

Dengan demikian, dapat disimpulkan dan disarankan bahwa:¹⁹⁵

1. Hal yang menyebabkan kasus perdagangan orang dalam belum pernah masuk dalam proses peradilan di Indonesia, adalah sebagai berikut:
 - a. UUPM dengan konsep *fiduciary duty*-nya hanya dapat menjerat *tipper* atau orang dalam dari emiten saja, sedangkan banyak pihak yang bukan orang dalam dari emiten yang memiliki informasi orang dalam dan menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi tidak dapat dijerat oleh hukum. Hal ini menyebabkan sulitnya menjerat pelaku kejahatan perdagangan orang dalam karena biasanya pihak luar inilah yang menjadi pelaksana transaksi di lapangan. Solusi aplikatif untuk memudahkan penegakan hukum di masa mendatang adalah dengan melakukan perubahan terhadap Pasal 95 UUPM, yaitu melarang setiap pihak (bukan hanya orang dalam dari emiten) yang mempunyai informasi orang dalam dari suatu emiten, untuk melakukan pembelian atau

¹⁹⁴ Najib A. Gisymar, *op. cit.*, hal 80-81.

¹⁹⁵ Faizal Hafied, *op. cit.*, hal 108-118.

penjualan atas efek emiten tersebut atau perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten yang bersangkutan. Perdagangan orang dalam dapat diartikan secara lebih luas dengan menerapkan *misappropriation theory*, yaitu sebagai perdagangan efek yang dilakukan oleh orang dalam berdasarkan informasi orang dalam berdasarkan informasi orang dalam baik secara langsung maupun tidak langsung mengenai informasi yang belum terbuka bagi masyarakat dari orang dalam dan patut diduga bahwa informasi tersebut bersifat material sehingga dapat mempengaruhi harga efek yang bersangkutan. Batasan ini akan dapat menjangkau transaksi yang dilakukan oleh *tipper* dan *tippee*.¹⁹⁶

Dengan demikian, setiap pihak yang mempunyai informasi orang dalam dan menggunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi efek dapat dihukum. Mengingat setiap pihak yang mempunyai informasi orang dalam, baik informasi tersebut diperoleh secara melawan hukum atau pun tidak, dapat dihukum, maka ketentuan Pasal 97 UUPM tidak diperlukan lagi dan dapat dicabut.

- b. Pasal 101 ayat (1) UUPM yang memberikan kewenangan kepada Bapepam-LK untuk menetapkan dimulai atau tidaknya penyidikan terhadap kasus perdagangan orang dalam, merupakan faktor lain yang menjadi penyebab sulitnya membawa kasus perdagangan orang dalam ke pengadilan. Pasal ini dianggap sebagai pasal karet yang tidak mempunyai parameter yang jelas tentang unsur-unsur yang ada di dalamnya. Penjelasan Pasal 101 ayat (1) UUPM juga tidak memberikan parameter yang jelas mengenai apa yang dimaksud dengan perbuatan yang merugikan kepentingan pasar modal sehingga perlu diteruskan ke tahap penyidikan, sehingga dapat menimbulkan interpretasi yang berbeda-beda. Untuk mengatasi ambiguitas dan demi kepastian hukum, perlu diberikan parameter yang jelas tentang kriteria “merugikan kepentingan pasar modal atau pemodal” di bagian penjelasan pasal ini atau melalui keputusan ketua Bapepam-LK.

¹⁹⁶ Najib A. Gisyman, *op. cit.*, hal 44.

2. Hal yang perlu dilakukan untuk mempermudah penegakan hukum di masa mendatang adalah dengan membuat regulasi khusus tentang hal-hal yang dianggap dapat menjadi indikasi awal terhadap dugaan terjadinya kejahatan perdagangan orang dalam. Setelah itu, perlu dilakukan mekanisme pengawasan yang lebih ketat oleh Bapepam-LK. Hal-hal yang dapat dijadikan indikasi awal dugaan terjadinya perdagangan orang dalam antara lain:
 - a. Berkaitan dengan nilai transaksi atau jumlah lot dalam transaksi
Perlu ditetapkan batas nilai transaksi dari investor atau jumlah lot dalam transaksi, yang perlu dicurigai memiliki kaitan dengan kasus perdagangan orang dalam, khususnya jika transaksi tersebut dilakukan pada saat yang mencurigakan. Apabila ada investor yang melakukan transaksi sejumlah tertentu di saat yang mencurigakan, maka Bapepam-LK berwenang memeriksa transaksi yang dilakukan oleh investor tersebut.
 - b. Berkaitan dengan volume transaksi harian
Apabila terjadi transaksi dengan volume yang tidak wajar pada saham suatu emiten, maka Bapepam-LK berhak memeriksa transaksi tersebut.
 - c. Berkaitan dengan jangka waktu
Setelah emiten mengumumkan informasi material yang dimilikinya, maka seharusnya Bapepam-LK tetap berwenang memeriksa mundur dalam kurun waktu 6 (enam) bulan ke belakang terhadap transaksi-transaksi yang terjadi atas saham tersebut, untuk melihat apakah ada transaksi yang mencurigakan terhadap saham dalam kurun waktu tersebut.
 - d. Berkaitan dengan perubahan harga saham
Apabila terjadi perubahan yang signifikan atas harga saham dalam periode tertentu, maka Bapepam-LK berhak memeriksa transaksi tersebut. Lebih jauh lagi, harus ada ketentuan yang mengatur batasan mengenai kapan orang dalam dapat melakukan transaksi setelah fakta material dipublikasikan. Hal ini untuk mencegah *short-swing profits* sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya.
3. Hal-hal yang diperlukan berkaitan dengan proses pelacakan terhadap dugaan terjadinya perdagangan orang dalam

Bapepam-LK dapat juga diberikan kewenangan untuk beberapa hal sebagai berikut:

- a. Melakukan paksa badan terhadap pihak-pihak yang dicurigai melakukan perdagangan orang dalam, yang sangat sulit dihadirkan untuk dimintai keterangannya;
 - b. Melakukan penahanan terhadap pihak yang dicurigai melakukan perdagangan orang dalam, jika pihak tersebut dikhawatirkan akan menghilangkan bukti-bukti;
 - c. Kewenangan menyeluruh untuk menelusuri transaksi yang diduga memiliki indikasi perdagangan orang dalam;
 - d. Kewenangan penuh untuk dapat memperoleh keterangan dari bank terhadap keadaan keuangan tersangka tanpa harus melalui proses perijinan yang berlaku; serta
 - e. Kewenangan membekukan aset yang dapat berupa saham, rekening, atau bentuk lainnya yang terkait dengan kejahatan perdagangan orang dalam atau yang terkait dengan pihak-pihak yang dicurigai melakukan kejahatan perdagangan orang dalam.
4. Hal-hal yang berkaitan dengan metode pembuktian
- Untuk mempermudah proses pembuktian terhadap kejahatan perdagangan orang dalam di pengadilan, maka semua data elektronik seperti hasil fax dan data perdagangan per detik (yang memuat detail transaksi) harus dapat dijadikan alat bukti yang sah di pengadilan. Hal ini didukung dengan adanya UU ITE. Selain itu, perlu juga dilakukan perubahan terhadap UUPM, khususnya dengan memberlakukan sistem pembuktian terbalik.
5. Hal-hal yang berkaitan dengan sanksi terhadap perdagangan orang dalam
- Bapepam-LK atau pengadilan harus berani menerapkan sanksi kumulatif yaitu denda dan pidana penjara terhadap pelaku perdagangan orang dalam sebagaimana diatur dalam Pasal 104 UUPM. Jumlah sanksi dapat diperbesar dan hasil keuntungan yang diperoleh (atau jumlah kerugian yang berhasil dihindari) dari perdagangan orang dalam dapat disita untuk negara untuk membuat efek jera. Selain itu, bisa diterapkan hadiah berupa sepuluh persen bagian dari jumlah sanksi yang dikenakan kepada pelaku perdagangan orang

dalam, terhadap pihak yang memberikan informasi terhadap terjadinya perdagangan orang dalam tersebut.

6. Hal-hal yang berkaitan dengan perdagangan orang dalam internasional
Untuk mencegah dan menangani perdagangan saham internasional, diperlukan adanya perjanjian bilateral dengan negara lain mengenai penanganan perdagangan orang dalam. Misalnya saja *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 Sec 21 (a) (2)* dan *Internastional Securities Enforcement Cooperation Act* yang memberikan kewenangan kepada SEC untuk membantu pengelola sekuritas asing dan untuk mengadakan kerjasama dengan pihak bursa efek asing, memberikan laporan informasi kepada bursa efek asing dan menjatuhkan sanksi kepada para pelaku bursa di negaranya yang melanggar hukum pasar modal asing.

