

**PENERAPAN *THE MISAPPROPRIATION THEORY* DALAM PENGATURAN
INSIDER TRADING DI INDONESIA
(*THE APPLICATION OF THE MISAPPROPRIATION THEORY IN INSIDER
TRADING REGULATION IN INDONESIA*)**

Velliana Tanaya, SH., MH & Dicky Winata, SH
Fakultas Hukum Universitas Pelita Harapan
M.H. Thamrin Boulevard 1100 Lippo Village Tangerang Indonesia
Email : velliana.tanaya@hotmail.com
(Naskah diterima 11/02/2015, direvisi 02/03/2015, disetujui 04/03/2015)

Abstrak

Sistem Pasar Modal diatur dengan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang memberikan perlindungan hukum kepada masyarakat, perusahaan, dan pihak terkait lainnya. Terlepas dari hukum, beberapa orang atau pihak mencoba mendapatkan keuntungan yang lebih besar dengan menggunakan akses yang mereka miliki untuk mencari informasi terkait perdagangan dalam pasar modal dan menggunakannya untuk membeli atau menjual saham perusahaan (yang aksesnya mereka miliki) sebelum penjualan atau pembelian itu diumumkan kepada masyarakat. Aksi semacam itu disebut insider trading dan kebiasaan tersebut menyebabkan ketidaknyamanan di antara para penanam modal. Di Amerika Serikat, teori *Misappropriation* digunakan untuk menentukan insider trading. Cakupan teori ini dapat bermanfaat jika diterapkan dalam pengaturan hukum mengenai pasar modal kita, sehingga para “insider” dapat ditangkap.

Kata Kunci: pasar modal, insider trading, teori misappropriation

Abstract

Capital Market system is regulated in Regulation no. 8 of 1995 concerning Capital Market to provide legal protection to the public, the company, and other relevant parties. Despite the law, some people or parties are trying to gain more profit using their access to that material information and use it to purchase or sell the company's shares (one which they have access to) before it was made public. That action is called insider trading and the nature of it causes discomfort amongst the investors. In the United States of America, misappropriation theory is used to determine insider trading. The scope of this theory can be beneficial if implemented in our law concerning capital market to catch the so called “insider”.

Keyword: capital market, insider trading, misappropriation theory

A. Pendahuluan

Dewasa ini, Pasar Modal merupakan indikator maju tidaknya perekonomian suatu Negara. Hal ini dikarenakan hampir semua Negara berlomba-lomba untuk

memajukan kondisi Pasar Modalnya. Selain menjadi indikator majunya suatu perekonomian Negara, Pasar Modal yang maju dan berkembang juga menjadi kebanggaan tersendiri bagi Negara tersebut.

Negara Kesatuan Republik Indonesia memahami pentingnya kehadiran Pasar Modal melalui diundangkannya Undang-undang No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM). Pada dasarnya Pasar Modal merupakan salah satu bentuk investasi. Kita mengenal dua macam investasi yaitu investasi langsung (*direct investment*) dan investasi tidak langsung (*indirect investment*). Investasi langsung, baik yang dilakukan oleh penanam modal asing maupun penanam modal dalam negeri, dilakukan secara fisik dengan hadir dalam menjalankan usahanya atau dengan kata lain terlibat secara langsung pada pengelolaan modalnya.

Disisi lain, pada investasi tidak langsung, penanam modal tidak perlu hadir secara fisik, sebab pada umumnya tujuan dari penanam modal bukanlah untuk mendirikan perusahaan namun hanya membeli saham yang dimaksudkan untuk dijual kembali. Jenis investasi ini dapat dilakukan di Pasar Modal. Dengan melakukan investasi pada instrument surat berharga, seperti saham atau obligasi. Pasar Modal sendiri diartikan sebagai pasar atau tempat yang digunakan untuk berbagai instrument keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan. Instrumen tersebut dapat dalam bentuk modal atau utang. Secara yuridis, UUPM dalam Pasal 1 angka (13) mendefinisikan Pasar Modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.

Salah satu tujuan dibentuknya pasar modal adalah untuk menciptakan perdagangan efek yang tertib dan wajar, yang berdasarkan permintaan dan penawaran. Untuk menjaga serta memastikan hal itu terjadi, maka UUPM turut mengatur mengenai Badan Pengawas Pasar Modal, yang kemudian berubah nama menjadi Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) berdasarkan Keputusan Menteri Keuangan RI Nomor KMK 606/KMK.01./2005 tentang Organisasi dan Tata Kerja Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. Bapepam- LK adalah pelaksana tugas di bidang pembinaan, pengaturan, dan pengawasan kegiatan pasar modal yang berada di bawah dan bertanggung jawab langsung kepada Menteri Keuangan. Bapepam – LK diharapkan dapat mewujudkan tujuan penciptaan kegiatan pasar modal yang teratur, wajar, transparan, efisien, serta penegakan peraturan dan melindungi kepentingan investor di pasar modal. Salah satu tugas Bapepam – LK adalah untuk melakukan pemeriksaan terhadap setiap pihak dalam pasar modal yang terduga melakukan pelanggaran. Sejak tanggal 31 Desember 2012, fungsi, tugas, dan wewenang pengaturan dan pengawasan kegiatan jasa keuangan di sektor Pasar Modal, Perasuransian, Dana Pensiun, Lembaga Pembiayaan, dan Lembaga Jasa Keuangan Lainnya beralih dari Menteri Keuangan dan Bapepam-LK ke Otoritas Jasa Keuangan¹.

Salah satu pelanggaran Pasar Modal yang diatur dalam UUPM adalah perdagangan orang dalam atau yang biasa dikenal dengan sebutan *insider trading*. Kegiatan *insider trading* bisa dideskripsikan sebagai “*a case of insider trading in securities will usually involve the buying or selling of certain securities relating to a company*”

¹ Hal ini diatur dalam Pasal 55 Undang-undang No 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan

*by a person connected with that company, who in doing so, is in possession of specific information which relates to these securities and is not generally known but which would be likely, if made public to have a significant effect on the market price of the securities*².

Menurut Munir Fuady, praktik *Insider Trading* bisa diartikan sebagai perdagangan efek yang dilakukan oleh mereka yang tergolong “orang dalam” perusahaan (dalam artian yang luas), perdagangan mana didasarkan atau dimotivasi karena adanya suatu “informasi orang dalam” (*inside information*) yang penting dan belum terbuka untuk umum, dengan perdagangan mana, pihak pedagang insider tersebut mengharapkan akan mendapatkan keuntungan ekonomi secara pribadi, langsung atau tidak langsung, atau yang merupakan keuntungan jalan pintas (*short swing profit*)³.

Insider Trading merupakan salah satu permasalahan besar dalam dunia Pasar Modal, baik internasional maupun dalam negeri. Dengan adanya pelanggaran ini, maka akan menciptakan harga efek yang semu di pasar modal, sehingga para investor dan masyarakat akan dirugikan. Jika demikian, maka tingkat kepercayaan investor akan berkurang dan akan mengalihkan investasinya pada lembaga keuangan lainnya.

Pengaturan mengenai *Insider Trading* dalam UUPM menganut konsep *fiduciary duty*, yang menegaskan bahwa 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

² Gil Brazier, *Insider Dealing : Law & Regulation*, (London : Cavendish Publishing Limited, 1996), hlm. 76

³ Munir Fuady, *Pasar Modal Modern: Tinjauan Hukum*, (Bandung : PT. Citra Aditya Bakti, 1996), hlm. 167

masyarakat⁴. Konsep yang serupa juga dapat ditemui pada Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (untuk selanjutnya disebut UUPT), dimana direksi dan komisaris mempunyai kewajiban untuk menjalankan tugas dan fungsinya untuk kepentingan perusahaan yang sesuai dengan makna dan tujuan perusahaan⁵. Dapat dilihat bahwa yang diatur dalam UUPM hanyalah transaksi efek atas orang dalam atau orang yang berusaha dan akhirnya mendapat informasi dari orang dalam tersebut secara melawan hukum maupun tidak secara melawan hukum.

Namun yang menjadi kelemahan adalah UUPM tidak mengatur mengenai transaksi efek yang dilakukan oleh bukan orang dalam berdasarkan informasi orang dalam yang ia punyai, tapi tidak secara melawan hukum dan tanpa usaha. Sebagai contoh, apabila seorang direktur sebuah perusahaan publik menyuruh temannya untuk membeli saham perusahaan tersebut berdasarkan informasi orang dalam yang ia miliki. Bila temannya kemudian membeli saham perusahaan itu maka ia tidak bisa dikenakan sanksi melakukan *insider trading* berdasarkan pasal 97 UUPM⁶. Pasar modal Amerika Serikat mengenal *misappropriation theory* yang membuat semua orang yang melakukan transaksi efek berdasarkan informasi non-publik dapat dikategorikan sebagai *insider trading*. Definisi dari *misappropriation theory* yang diberikan oleh Black's Law adalah "*the doctrine that a person who wrongfully uses confidential information to buy or sell securities in violation of a duty owed to the one who is the information source is guilty*

⁴ Yulfasni, *Hukum Pasar Modal*, (Jakarta : IBLAM, 2005), hlm. 114.

⁵ Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas, pasal 92 ayat (1) dan pasal 108 ayat (2)

⁶ Iman Sjahputra Tunggal, *Tanya Jawab : Aspek Hukum pasar Modal di Indonesia* (Jakarta: Harvarindo, 2000), hlm. 113.

of securities fraud.”⁷ Berdasarkan latar belakang yang diuraikan diatas, maka dapat dirumuskan masalah bagaimana penerapan *misappropriation theory* dalam pengaturan terhadap *insider trading* di Indonesia sebagai bentuk perlindungan lebih bagi para investor pasar modal.

B. Pembahasan

B.1. Definisi Insider Trading

Pada UUPM, tidak memberikan secara pasti definisi dari *Insider Trading*, namun diatur mengenai transaksi yang dilarang, yaitu orang dalam dari emiten yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan transaksi penjualan atau pembelian efek emiten atau perusahaan lain yang bertransaksi dengan emiten atau perusahaan publik yang bersangkutan⁸. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa perdagangan efek yang dikategorikan sebagai praktek *Insider Trading* minimal harus memenuhi 3 unsur, yakni⁹;

1. adanya orang dalam,
2. informasi material yang belum tersedia bagi masyarakat belum *disclosure* (dipublikasikan),
3. melakukan transaksi karena informasi material tersebut.

Orang dalam sebagaimana dimaksud pada pasal 95 UUPM meliputi;

1. Komisaris, direktur atau pegawai perusahaan terbuka.
2. Pemegang saham utama perusahaan terbuka.

⁷ “*Misappropriation theory*”, Black’s Law Dictionary 8th ed., ed. Bryan A. Garner (St. Paul – Minnesota: Thomson West, 2004).

⁸ Pasal 95 UUPM

⁹ Najib, *Tinjauan Umum Terhadap Pasar Modal Indonesia*”, makalah diskusi pada mata kuliah Hukum Perusahaan, Program Magister Ilmu Hukum UII, 18 Januari 1997, hlm. 34.

3. Orang yang karena kedudukannya¹⁰, profesinya, atau karena hubungan usahanya¹¹ dengan perusahaan terbuka memungkinkan memperoleh informasi orang dalam.
4. Pihak yang tidak lagi menjadi pihak sebagaimana tersebut dalam poin 1,2,dan 3 sebelum jangka waktu 6 bulan.

Selain dilarang untuk melakukan transaksi berdasarkan informasi orang dalam yang mereka miliki, mereka juga dilarang untuk mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pembelian atau penjualan atas efek yang dimaksud atau memberi informasi orang dalam kepada pihak manapun yang patut diduga dapat menggunakan informasi dimaksud untuk melakukan pembelian atau penjualan atas suatu efek¹².

Lebih jauh lagi diuraikan dalam Pasal 97 UUPM bahwa setiap pihak yang dengan sengaja berusaha secara melawan hukum untuk memperoleh dan pada akhirnya memperoleh informasi orang dalam, akan dikenakan larangan yang sama dengan ketentuan Pasal 95 dan 96 UUPM. Namun, berdasarkan Peraturan Bapepam Nomor XI.C.1 tentang Transaksi Efek yang Tidak Dilarang Bagi Orang Dalam, ada beberapa transaksi efek yang tidak termasuk ke dalam kategori *insider trading* yakni:

1. Transaksi tersebut dilakukan antar orang dalam emiten yang sama yang mempunyai informasi yang sama yang dilaksanakan di luar bursa;
2. Transaksi tersebut dilakukan antar orang dalam yang mempunyai informasi orang dalam dengan pihak lain yang dilaksanakan di luar bursa, dengan syarat :

¹⁰ Kedudukan di sini dimaksudkan sebagai lembaga, istitusi atau badan pemerintahan.

¹¹ Hubungan usaha adalah hubungan kerja atau kemitraan dalam kegiatan usahanya, seperti nasabah, pemasok, kontraktor, pelanggan, kreditur, dan lain-lain.

¹² Pasal 96 UUPM.

- a. Orang dalam dimaksud telah memberikan seluruh informasi orang dalam kepada pihak lain tersebut,
- b. Pihak lain yang dimaksud tidak menggunakan informasi orang dalam yang diberikan untuk transaksi selain dengan orang dalam tersebut,
- c. Hal ini disertai dengan pernyataan tertulis bahwa pihak lain tersebut akan merahasiakan informasi orang dalam tersebut dan tidak akan melakukan transaksi selain dengan orang dalam dimaksud, dan
- d. Pihak lain tersebut juga tidak akan melakukan transaksi efek emiten/perusahaan publik/ perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan emiten atau perusahaan publik dimaksud dalam jangka waktu 6 bulan sejak informasi diterima.

B.2. Informasi Orang Dalam

Informasi orang dalam atau *Insider Information* adalah satu unsur penting dari praktik *Insider Trading*. Informasi merupakan komponen yang amat penting dalam berinvestasi. Dengan informasi, para investor akan dapat memutuskan akan membeli, menjual, atau menahan saham-sahamnya (atau efek lainnya)¹³. Mengingat pentingnya informasi dalam keputusan berinvestasi, maka salah satu hal terpenting dalam dunia sekuritas adalah menjamin tersebarnya informasi ini kepada para investor pada waktu yang secepatnya berdasarkan prinsip keterbukaan¹⁴. Berdasarkan hal tersebut maka penggunaan informasi orang dalam (*inside information*) merupakan unsur yang diharamkan di pasar modal¹⁵.

¹³ Hamud M. Balfas, *Hukum Pasar Modal Indonesia*, (Jakarta : PT Tatanusa), hlm. 438.

¹⁴ Ibid

¹⁵ Ibid

Menurut Penjelasan Pasal 95 UUPM, yang dimaksud dengan “informasi orang dalam” adalah informasi (dalam bentuk apapun, termasuk mengenai suatu “fakta”) yang bersifat material, yang dimiliki oleh orang dalam dan belum tersedia untuk umum. Sedangkan berdasarkan pasal 1 angka 7, 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.

Informasi itu juga harus merupakan informasi yang ada, dan tersangkut atau berhubungan dengan emiten tersebut¹⁶. Dengan demikian, informasi yang tidak berada dan tersangkut dengan perusahaan bukanlah informasi orang dalam, meskipun perusahaan dapat menerima akibatnya¹⁷. Larangan penggunaan informasi orang dalam lebih disebabkan karena tindakan tersebut merupakan tindakan yang kurang *fair* terhadap orang lain yang sama sekali tidak tahu adanya informasi tersebut.

Ada juga yang memberi pengertian kepada *inside information* sebagai suatu yang merupakan kejadian dalam perusahaan (*corporate affairs*) yang belum terbuka untuk umum, di mana pihak “*officers*” dari perusahaan yang bersangkutan telah terlebih dahulu mengetahui informasi tersebut¹⁸.

Harga yang tercatat di bursa dan perdagangan efek secara luas selalu merefleksikan kesepakatan antara investor yang wajar berdasarkan informasi yang tersedia bagi masyarakat (yang sudah dipublikasikan/ *didisclosure*)¹⁹. Informasi material yang ada harus dapat menimbulkan perubahan harga efek, jika tidak maka

¹⁶ Ibid, hlm. 439.

¹⁷ Ibid.

¹⁸ Jack P. Friedman. *Dictionary of Business Terms*, (Baron’s Educational Series, Inc : New York, 1987), hlm. 288.

¹⁹ Yulfasni, *op cit*, hlm. 110.

informasi itu tidak memenuhi kategori informasi material²⁰. Apabila informasi mengenai emiten adalah positif, seperti misalnya emiten memperoleh laba yang luar biasa maka harga sahamnya akan naik, dan juga sebaliknya.

B.3. Pihak-Pihak dalam Insider Trading

Pada dasarnya pihak yang terlibat dalam praktek Insider Trading dibedakan menjadi dua jenis yakni²¹:

1. Pihak yang mengemban kepercayaan secara langsung maupun tidak langsung dari emiten, yang biasa disebut sebagai pihak yang berada dalam *fiduciary position*, dan
2. Pihak yang menerima informasi orang dalam dari pihak pertama, yang dikenal dengan *Tippees*

Dalam pengaturan mengenai pihak yang dianggap sebagai *insider*, UUPM menggunakan kata-kata “berusaha untuk memperoleh informasi” dari pihak lain, yang berarti bahwa pihak tersebut harus secara aktif dan inisiatif untuk mendapatkan informasi orang dalam dari pihak lain tersebut²². Oleh karena itu pihak *tippee* yang dilarang untuk melakukan transaksi efek adalah *tippee* yang aktif dan dengan inisiatifnya sendiri mencari informasi orang dalam, di mana:

- a. Informasi tersebut dicari dengan jalan melanggar hukum, seperti dengan mencuri, membujuk, kekerasan, atau ancaman, atau
- b. Informasi tersebut dengan pembatasan-pembatasan (seperti kewajiban merahasiakan)

²⁰ Ibid.

²¹ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *op cit*, hlm. 268.

²² Munir Fuady, *op cit*, hlm. 172.

Sanksi yang dapat diterima oleh para pihak yang terlibat dalam praktik insider trading dapat ditemukan dalam Pasal 104 UUPM yaitu ancaman penjara paling lama 10 tahun dan denda paling banyak Rp 10.000.000.000,- (10 miliar rupiah).

B.4. Latar Belakang Berkembangnya *The Misappropriation Theory*

Di Amerika Serikat, The Securities Exchange Act 1934 masih belum secara spesifik menegaskan apa yang disebut dengan praktik *Insider Trading*. Oleh karena itu, dalam perkembangannya, peraturan ini tidak bisa diinterpretasikan secara sistematis dalam menghadapi kasus-kasus *Insider Trading*²³. Dua teori yang berkembang kemudian yang dapat digunakan untuk mengkategorikan *Insider* untuk merumuskan praktek *Insider Trading* adalah *The Classical Theory* dan *The Misappropriation Theory*.

The Misappropriation Theory memberikan pengertian yang lebih luas mengenai pihak yang dilarang untuk melakukan transaksi efek berdasarkan informasi orang dalam. Tolak ukurnya adalah terdapat penyalahgunaan informasi yang belum tersedia bagi masyarakat yang diperoleh dari orang lain untuk melakukan transaksi efek²⁴. Teori ini mulai dikenal setelah kasus *Chiarella v. United States*. *Chiarella* adalah orang yang bekerja di perusahaan percetakan yang mendapat pekerjaan untuk mencetak dokumen-dokumen yang berasal dari lima buah perusahaan yang akan melakukan penawaran pengambilalihan perusahaan²⁵. Meskipun dokumen tersebut diberikan kepada dengan nama yang palsu (untuk menjaga kerahasiaan informasi), *Chiarella* ternyata tetap dapat mengetahui nama dari ke-5 perusahaan tersebut. Berdasarkan

²³ Keith Valory, “*Santa Clara University Law Review : The Misappropriation Theory of Insider Trading: What Constitutes a Similar Relationship of Trust and Confidence*”, Law Review Vol. 39 July 1998, *Santa Clara University Law*, hlm. 291.

²⁴ Najib A. Gisyman, *op cit*, hlm. 43.

²⁵ *Ibid*, hlm. 58.

informasi yang masih belum diumumkan kepada masyarakat tersebut, ia kemudian melakukan transaksi efek dan mendapat keuntungan yang besar.

Terhadap tindakan tersebut, pemerintah setempat menekankan tuntutananya terhadap Chiarella berdasarkan Section 10b-5 kepada dua keadaan, yaitu²⁶:

1. Chiarella telah menyalahgunakan informasi penting yang berasal dari pelanggan Pandick (nama dari perusahaan percetakan tempatnya bekerja) yang akan melakukan pengambilalihan perusahaan lain; dan
2. Chiarella telah melakukan penipuan terhadap pelanggan Pandick tersebut.

Chiarella menyalahgunakan informasi yang diterimanya tersebut untuk keuntungan pribadinya, tanpa terlebih dahulu memberitahukan kepada masyarakat, sehingga masyarakat yang menjual saham perusahaan target merasa tertipu karena tidak mengetahui informasi sebelumnya²⁷.

Mahkamah Agung menolak pendapat mengenai *misappropriation theory*. Hal ini disebabkan karena tidak disampaikannya masalah teori tanggung jawab tersebut kepada para juri²⁸. Juri akhirnya memerintahkan agar Chiarella dihukum hanya karena ia tidak membuka informasi material yang dia dapatkan kepada masyarakat atau kepada pihak yang menjual sahamnya (saham perusahaan target) kepadanya.

Jika yang menjadi tolak ukur dari praktek *insider trading* hanyalah *fiduciary duty*, maka Chiarella sebenarnya bukan merupakan orang dalam karena ia tidak mempunyai *duty* kepada perusahaan yang akan melakukan pengambilalihan maupun perusahaan target. Maka dari itu, dengan adanya *misappropriation theory* yang lebih

²⁶ Donald. C Langervoort , *Insider Trading Regulation* (Tennessee: Clark Boardman Company, 1989), hlm. 48, sebagaimana dikutip oleh Najib A. Gisymar, *op cit*, hlm. 59.

²⁷ Najib A. Gisymar, *op cit* , hlm. 59.

²⁸ *Ibid.*

mengutamakan adanya penyalahgunaan informasi material yang belum diumumkan kepada masyarakat sebagai indikasi adanya *insider trading* seharusnya Chiarella dapat dihukum.

B.5. Unsur-unsur *The Misappropriation Theory*

Najib A. Gisymar mengartikan *misappropriation theory* sebagai teori mengenai transaksi yang dilakukan oleh orang luar perusahaan secara tidak sengaja berdasarkan informasi yang belum tersedia bagi masyarakat, maka dianggap sama dengan telah melakukan *insider trading*²⁹. Teori ini sangat komprehensif, karena dapat menjangkau praktek transaksi efek yang dilakukan oleh seseorang berdasarkan informasi secara tidak langsung atau dengan kata lain, dapat diterapkan kepada pihak yang mendapat “tip” dari orang dalam.

Berdasarkan pengertian tersebut, dapat dijabarkan unsur-unsur dari *misappropriation theory*, yaitu adanya:

1. Informasi material yang belum di-*disclose* kepada masyarakat
2. Transaksi efek yang dilakukan berdasarkan informasi tersebut
3. Keuntungan pribadi yang didapat oleh pihak yang melakukan transaksi

Berdasarkan teori ini, pihak yang mendapat tip dari orang dalam (*tippee*) dapat dikategorikan sebagai pelaku *Insider Trading*, jika ia melakukan transaksi efek berdasarkan informasi orang dalam tersebut.

Bilamana orang dalam tersebut sudah secara jelas memberitahukan kepada *tippee* untuk merahasiakan informasi tersebut (seperti hubungan antara perusahaan dengan konsultan hukumnya), maka *tippee* sudah jelas mempunyai *duty* untuk

²⁹ *Ibid*, hlm. 42. Pada penjelasannya, tidak diketahui mengapa Gisymar mempergunakan kata “secara tidak sengaja” untuk menjelaskan *missappropriation theory*. Secara logis, tidak mungkin terjadi transaksi efek yang tidak sengaja oleh pihak yang menyalahgunakan informasi material untuk transaksi tersebut.

merahasiakan informasi tersebut. Jika tidak diberitahukan secara jelaspun, sang *tippee* tetap dapat dikenakan sanksi atas *insider trading* berdasarkan *misappropriation theory*.

Dapat dikatakan bahwa *misappropriation theory* menjangkau pihak-pihak yang tidak terjangkau oleh teori *fiduciary duty* atau dapat dikatakan juga bahwa semua orang (baik orang dalam maupun orang luar) mempunyai kewajiban untuk menjaga kerahasiaan suatu informasi material yang belum diumumkan kepada masyarakat luas mengenai efek dan tidak melakukan transaksi efek berdasarkan informasi tersebut.

B.6. Implementasi *Misappropriation Theory* dalam Pengaturan Terhadap *Insider Trading* di Indonesia

Pada pengaturan pasar modal Indonesia, praktek *insider trading* banyak dilandasi oleh adanya hubungan *fiduciary duty* antara pelaku dengan perusahaan tempat ia bekerja dan mendapatkan akses kepada informasi orang dalam. Akan tetapi dalam beberapa pasal dalam UUPM, dapat diperhatikan bahwa sesungguhnya pembuat UU tersebut mempunyai maksud untuk mencakup pihak selain “orang dalam” sebagaimana dijabarkan pada Pasal 95 UUPM. Pihak tersebut adalah pihak yang bukan merupakan orang dalam yang mendapatkan informasi orang dalam dari *insider* atau yang biasa disebut dengan *tippee*.

Jika kita melihat pada pengaturan Pasal 97 ayat (2) UUPM, maka dapat dikatakan bahwa bukan hanya orang dalam yang mempunyai *fiduciary duty* untuk menjaga kerahasiaan informasi orang dalam. Pasal 97 ayat (2) UUPM mengatakan bahwa jika seseorang meminta informasi orang dalam kepada emiten dan kemudian mendapatkannya dengan mudah tanpa pembatasan dari emiten, maka ia tidak dikenakan larangan sebagaimana ditunjukkan kepada orang dalam. Hal ini adalah wajar,

karena jika sang emiten memberikan informasi orang dalam secara mudah dan tanpa pembatasan (maksud untuk dirahasiakan) maka informasi tersebut adalah terbuka untuk masyarakat, sehingga bukanlah informasi orang dalam sebagaimana dimaksud dalam penjelasan Pasal 95 UUPM.

Namun, jika dalam pemberitahuan informasi tersebut disertai dengan persyaratan yang bersifat pembatasan (seperti syarat untuk menjaga kerahasiaan informasi), maka terhadap penerima informasi (atau biasa disebut *tippee*) itu dikenakan larangan orang dalam sebagaimana diatur dalam pasal 95 dan 96 UUPM³⁰. Oleh karena itu, penerima informasi tersebut dianggap mempunyai *duty* untuk menjaga informasi tersebut.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa pengaturan pada Pasal 97 ayat (1) dan (2), adalah sebagai berikut:

1. Jika *tippee* berusaha untuk mendapatkan informasi orang dalam dan berhasil mendapatkannya dengan perbuatan yang melawan hukum³¹, maka ia dapat dikenakan larangan sebagaimana dimaksud pada Pasal 97 ayat (1) UUPM.
2. Jika *tippee* berusaha untuk mendapatkan informasi orang dalam dan berhasil mendapatkannya tanpa melakukan perbuatan melawan hukum, namun mendapat pembatasan dari emiten maka ia dilarang untuk melakukan transaksi efek berdasarkan informasi tersebut. Hal ini diatur dalam Penjelasan Pasal 97 ayat (2) UUPM. Pembatasan tersebut berarti bahwa emiten memberikan informasi tersebut dengan syarat untuk menjaga kerahasiaan informasi tersebut.

³⁰ Lihat Penjelasan Pasal 97 ayat (2) UUPM

³¹ Contoh dari “perbuatan melawan hukum” pada Pasal 97 ayat (1) UUPM adalah:

- a. berusaha memperoleh informasi orang dalam dengan cara mencuri;
- b. berusaha memperoleh informasi orang dalam dengan cara membujuk orang dalam; dan
- c. berusaha memperoleh informasi orang dalam dengan cara kekerasan atau ancaman

Sehingga transaksi efek yang dilakukan berdasarkan informasi tersebut merupakan pelanggaran dari Pasal 97 ayat (2) dan dikenakan larangan berdasarkan Pasal 95 dan 96 UUPM. Dapat diartikan juga bahwa hal yang sama berlaku dalam hal *insider* yang memberikan informasi tersebut kepada *tippee*³².

3. Jika *tippee* berusaha mendapatkan informasi orang dalam tanpa melakukan perbuatan melawan hukum dan tidak mendapat pembatasan dari emiten maka ia boleh melakukan transaksi efek berdasarkan informasi tersebut, tanpa dikenakan larangan seperti halnya pada Pasal 95 dan 96 UUPM. Hal ini disebabkan karena informasi tersebut berarti sudah bersifat publik dan semua pihak berhak mendapatkannya.

Berdasarkan poin-poin di atas maka dapat dilihat bahwa untuk menjadi pihak *tippee* yang diatur dalam UUPM, perlu adanya “usaha” dari *tippee* itu sendiri dalam mendapatkan informasi orang dalam, baik dengan perbuatan melawan hukum atau tidak. Dari situ muncul kelemahan pada pengaturan mengenai *insider* atau pihak yang dilarang untuk melakukan transaksi efek. Kelemahan tersebut adalah tidak diaturnya mengenai *tippee* yang mendapat informasi orang dalam secara pasif (tidak melakukan usaha).

Bilamana dikaitkan dengan *misappropriation theory*, maka sebenarnya teori tersebut dapat menjangkau semua pihak, baik itu *insider* sebagaimana dimaksud pada Pasal 95 UUPM, maupun pihak ketiga seperti pada Pasal 97 ayat (1) dan (2) UUPM. Oleh karena itu dengan merujuk unsur-unsur *misappropriation theory* sebagaimana diuraikan di atas, maka unsur apakah adanya usaha atau tidak dari *tippee* untuk

³² Dalam hal ini, logis untuk menyimpulkan bahwa ketika ada pihak yang meminta informasi orang dalam kepada emiten, maka yang menerima permintaan dan memberikan informasi tersebut adalah *insider*, seperti Direksi atau Dewan Komisaris.

mendapatkan informasi orang dalam tidak diperhitungkan lagi. Penentu apakah ia dapat digolongkan sebagai pelaku *insider trading* atau tidak adalah apakah kemudian ia melakukan transaksi efek dengan informasi tersebut dan mendapat keuntungan dari transaksi tersebut. Dengan demikian, inti dari teori tersebut adalah adanya penyalahgunaan informasi, yakni informasi orang dalam (yang masih bersifat rahasia) digunakan untuk kepentingan pribadi atau beberapa pihak tertentu yang mendapatkan informasi tersebut. Informasi material tersebut sebenarnya adalah bersifat wajib untuk dibuka kepada masyarakat. Hal ini sesuai dengan prinsip keterbukaan, sehingga dengan informasi tersebut para pemegang saham atau calon investor dapat mempertimbangkan apakah akan membeli atau menjual saham dari emiten yang dimaksud, atau tidak bertransaksi efek dari efek yang dikeluarkan oleh emiten itu.

Dengan *misappropriation theory*, maka pemerataan informasi di lantai bursa akan lebih terjamin. Karena yang menjadi faktor utama dari teori tersebut apakah ada suatu informasi yang disalahgunakan dalam transaksi efek untuk mendapat keuntungan. Penyalahgunaan informasi itu berarti bahwa informasi yang seharusnya diumumkan kepada masyarakat, namun sudah digunakan demi kepentingan sendiri atau malah dibocorkan kepada pihak-pihak tertentu dengan tujuan yang sama.

Contohnya seorang istri dari direktur pada perusahaan (emiten). Ia tidak mempunyai *duty* kepada emiten tempat suaminya bekerja, karena ia sendiri tidak bekerja di sana. Jika ia melakukan transaksi efek berdasarkan informasi yang dibocorkan oleh suaminya, maka sebenarnya ia tidak dapat dikenakan larangan pada UUPM, karena :

1. Ia tidak berusaha dalam mendapatkannya (bersifat pasif), dan
2. Ia mendapatkan informasi tersebut tanpa melakukan perbuatan melawan hukum

Kenyataan apakah suaminya memberikan batasan untuk merahasiakan informasi tersebut atau tidak dapat dibilang tidak relevan lagi, karena sang istri dalam mendapatkan informasi tersebut tidaklah bermula dari inisiatifnya. Sedangkan pada Pasal 97 ayat (2), terdapat unsur “usaha” dari pihak yang bermaksud mendapatkan informasi tersebut.

Namun, dalam kacamata *misappropriation theory*, sang istri pun akan dianggap sebagai pelaku *insider trading*, karena sudah menyalahgunakan informasi orang dalam yang masih bersifat rahasia tersebut. Tidaklah penting apakah ia merupakan orang dalam atau bukan.

Teori tersebut melihat suatu perbuatan apakah merupakan suatu praktek *insider trading* atau bukan berdasarkan dari informasi yang melandasi transaksi efek. Sehingga jika dibandingkan dengan pengaturan dalam UUPM, *misappropriation theory* lebih luas dan efisien dalam menangkap pelaku *insider trading*. Dalam UUPM, masih terdapat unsur ‘orang dalam’, yaitu pihak-pihak tertentu yang dapat dikenai sanksi atas *insider trading* jika terbukti terlibat di dalamnya. Walaupun demikian, UUPM juga selaras dengan *misappropriation theory* dalam hal mengandung unsur adanya transaksi efek yang didasari oleh informasi orang dalam yang notabene bersifat rahasia.

C. Kesimpulan

Cakupan *misappropriation theory* lebih luas dibanding dengan pengaturan terhadap *insider trading* pada UUPM. Pihak yang mendapat informasi orang dalam secara pasif dan tanpa melawan hukum dapat melakukan transaksi efek secara bebas karena celah hukum pada pengaturan UUPM. Hal tersebut dapat menyebabkan ketidakadilan informasi di pasar modal sehingga merugikan masyarakat yang tidak mempunyai informasi tersebut. *Misappropriation Theory* tidak memperdulikan pengaturan mengenai siapa yang melakukan transaksi efek, tapi memusatkan perhatiannya kepada sifat dari informasi material yang digunakan untuk transaksi tersebut. Jika informasi material masih bersifat rahasia, maka siapapun yang menggunakannya untuk mendapatkan keuntungan dengan melakukan transaksi efek akan dianggap sebagai *insider trading*.

Daftar Pustaka

Buku-Buku

- Balfas, Hamud M. *Hukum Pasar Modal Indonesia*, Jakarta : PT Tatanusa, 2006
- Black, Henry Campbell. *Black's Law Dictionary : Fifth Edition*. West Publishing Company : St Paul, 1979
- Brazier, Gil. *Insider Dealing : Law & Regulation*, London : Cavendish Publishing Limited, 1996
- Friedman, Jack. *Dictionary of Business Terms*, New York : Baron's Educational Series, Inc., 1987
- Fuady, Munir. *Pasar Modal Modern : Tinjauan Hukum*, Bandung : PT. Citra Aditya Bakti, 1996
- Gisymar, Najib A. *Insider Trading dalam Transaksi Efek*, Bandung : PT Citra Aditya Bakti, 1999
- Langervoort, Donald. *Insider Trading Regulation*, Tennessee : Clark Boardman Company, 1989
- Nasarudin, M. Irsa dan Indra Surya. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Jakarta : Kencana, 2004
- Tunggal, Iman Sjahputra. *Tanya Jawab : Aspek Hukum pasar Modal di Indonesia*, Jakarta : Harvarindo, 2000
- Valory, Keith. "Santa Clara University Law Review : The Misappropriation Theory of Insider Trading: What Constitutes a Similar Relationship of Trust and Confidence" Santa Clara Law Review Vol. 39. Juli 1998

Peraturan Perundang-undangan

- Undang - Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. LN No. 64 Tahun 1995. TLN No. 3608.
- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. LN No. 106 Tahun 2007. TLN No. 4756.
- Undang-undang No 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan LN No. 111 Tahun 2011, TLN No, 5253