

LARANGAN *INSIDER TRADING* DI PASAR MODAL

Oleh :

Prof. Dr. Bismar Nasution, SH, MH*

Berbagai negara di dunia telah menjadikan pasar modal sebagai sarana penting dalam pembangunan ekonomi. Karena esensi pasar modal selain berfungsi sebagai sarana untuk menghimpun dan mengalokasikan dana masyarakat, juga mempunyai peranan yang penting bagi perkembangan dunia usaha, yang pada gilirannya mendukung perekonomian secara keseluruhan.

Namun, tidak dapat disangkal, bahwa di pasar modal telah muncul pula berbagai tindak kejahatan, baik berupa penipuan (*fraud*) maupun berupa manipulasi pasar. Salah satu bentuk penipuan itu adalah berkenaan dengan pelanggaran ketentuan prinsip keterbukaan, yang terdiri pernyataan menyesatkan (*misleading statement*) disebabkan adanya pengungkapan fakta materiel

yang salah (*misrepresentation*) atau dalam pengungkapan itu terdapat penghilangan fakta materiel (*omission*).

Sisi lain pelanggaran ketentuan prinsip keterbukaan dapat dipahami dari praktek *insider trading* (perdagangan orang dalam). Praktek *insider trading* terjadi apabila *insider* (orang dalam) melakukan perdagangan dengan menggunakan informasi fakta materiel yang belum disampaikan kepada publik (*materiel non-public information*).¹

Artinya, dalam *insider trading* tersebut *insider* mempunyai informasi yang mengandung fakta materiel yang dapat mempengaruhi harga saham. Posisi *insider* yang lebih baik (*informational advantages*) dibandingkan dengan investor lain dalam perdagangan saham dapat menciptakan perdagangan saham yang tidak *fair*. Sebab praktek *insider*

* Dosen Fakultas Hukum Universitas Sumatera Utara Medan

¹ Jack E. Karens dan Frederick P. Schadler, "Requiring Basic Disclosure of Preliminary Management Buyout Negotiation: Re-defining Rule 10b-5 Materiality," After RJR Nabisco, Memphis State University Law Review, vol.19, 1989, hal. 329.

trading tersebut menciptakan distorsi pada harga saham, oleh karena harga saham tersebut bukan merupakan refleksi dari informasi pasar yang efisien. Hal inilah yang mendorong adanya argumentasi, bahwa “*the deregulation of insider trading is often urged as one of the few reform with any real promise of increasing the informational efficiency of securities prices.*”²

Untuk menghindari akibat yang berpotensi merugikan dan melindungi investor dari praktek *insider trading*, maka *insider trading* dikategorikan sebagai penipuan, dan prakteknya harus dibatasi.³ “Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal” (“UUPM”) juga telah membuat katagori *insider trading* sebagai penipuan dengan secara tegas membuat ketentuan “larangan melakukan *insider trading*,⁴ larangan mempengaruhi orang lain untuk melakukan transaksi atau mem-

berikan tip kepada pihak lain,⁵ dan ketentuan siapa-siapa yang termasuk *insider*,⁶ serta ketentuan larangan kepada perusahaan sekuritas yang mempunyai *inside information* untuk melakukan perdagangan saham,⁷ sekaligus mengatur tanggung jawab *insider* dalam praktek *insider trading*.”⁸

Penegakan hukum yang mengatur *insider trading* sebagaimana diatur dalam ketentuan tersebut, masih memerlukan dukungan dari doktrin-doktrin hukum dan yurisprudensi. Mengingat sampai sekarang di Indonesia belum ada yurisprudensi mengenai *insider trading* tersebut. Argumentasi ini didasarkan dari banyaknya masalah-masalah yang timbul dari praktek *insider trading*, yang harus dijawab dengan berbagai teori-teori. Misalnya di Amerika Serikat masalah-masalah *insider trading* tersebut lebih memadai peraturannya disebabkan banyaknya

² Lynn A. Stout, “Some Thoughts On Regulation of Tender Offer,” *Marylan Law Review*, vol.43, 1984, hal. 624.

³ Wade M. Hall, “Insider Trading Liability : Are We Ready to Leave the Misappropriation Theory Quagmire,” *Kansas Law Review*, (vol. 44, 1996), hal. 868.

⁴ Pasal 95 Undang-Undang Pasar Modal.

⁵ Pasal 96 Undang-Undang Pasar Modal.

⁶ Pasal 97 Undang-Undang Pasar Modal.

⁷ Pasal 98 Undang-Undang Pasar Modal.

⁸ Pasal 104 Undang-Undang Pasar Modal.

yurisprudensi yang sudah baku dan teori-teori yang sudah berkembang seperti *fiduciary duty theory*⁹ dan *misappropriation theory*.¹⁰

Walaupun belum ada yurisprudensi mengenai praktek *insider trading* di pasar modal Indonesia, bukan berarti praktek kejahatan bursa ini tidak pernah terjadi. Karena diketahui bahwa Bapepam telah mempunyai putusan *insider trading* terhadap seseorang dalam kasus perdagangan saham Bank Mashil Utama dan berbagai indikasi praktek *insider trading* dalam perdagangan saham berbagai perusahaan publik. Indikasi *insider trading* tersebut sampai sekarang ini belum dapat dituntaskan. Tidak tuntasnya penyelesaian indikasi *insider trading*, disamping alasan sulitnya pembuktiannya, juga disebabkan tidak cukupnya formulasi ketentuan *insider trading* dalam UUPM.

Untuk mencermati praktek *insider trading* dalam kegiatan perdagangan saham di pasar modal, maka hal yang harus

diperhatikan adalah terpenuhinya unsur-unsur *insider trading*. *Pertama*, siapa *insider*-nya: apakah yang dituduh sebagai *insider* dapat dikategorikan sebagai *insider*. *Kedua*, apakah ada informasi yang mengandung fakta materiel, yang belum tersedia untuk publik. *Ketiga*, apakah *insider* itu melakukan perdagangan saham berdasarkan *materiel nonpublic information*. Dengan demikian praktek *insider trading* mustahil terjadi dalam perdagangan saham tanpa adanya ketiga unsur tersebut.

Teori Klasik

Mengingat bahwa *insider trading* adalah suatu praktek yang dilakukan orang dalam perusahaan (*corporate insider*) melakukan perdagangan saham dengan menggunakan informasi yang mengandung fakta materiel yang dimilikinya sedangkan informasi itu belum terbuka (tersedia) untuk umum. Di Amerika Serikat setelah munculnya kasus *Chiarella* seseorang yang melanggar ketentuan Rule 10b-5 ini adalah apabila

⁹ Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983). *Chiarella v. United States*, 455 U.S., 222,235 (1980). *United States v. Newman*, 664 F. 2d 12 (1981).

¹⁰ *United States v. Bryan*, 58 F. 3 d. 933 F. 2d. 403, 408-10 (4th Cir. 1995). *Carpenter v. United States*, 791 F. 2d 1024 (2nd Cir, 1986). *SEC v. Materia*, 745 F. 2d 197, 201-02 (2d Cir. 1984). *SEC v. Cherif*, 933, F.2d. 403, 408-10) 7th Cir. 1991).

terjadi "trading on materiel nonpublic information whithout disclosing that information to marketplace. ...the essence of the abstain or disclose theory...if (and presumably only if) he owes a fiduciary duty to marketplace traders."¹¹

UUPM melarang *corporate insiders* yang mempunyai *inside informasi* melakukan pembelian atau penjualan saham perusahaan tempat ia bekerja atau perusahaan lain yang melakukan perdagangan saham dengan perusahaan tersebut.¹² Selanjutnya UUPM menetapkan yang termasuk *corporate insiders* adalah komisaris, direksi, pemegang saham utama, pegawai perusahaan, seseorang yang karena kedudukannya atau profesinya atau karena hubungan usaha dengan emiten/perusahaan publik yang memungkinkan seseorang tersebut memperoleh *inside information*, seperti konsultan hukum, notaris, akuntan atau penasehat keuangan dan investasi, serta pemasok atau kontraktor emiten/perusahaan publik tersebut. Mereka yang dikategorikan *corporate insiders* ini

masih tetap disebut *insiders* selama 6 (enam) bulan sejak mereka tidak lagi menduduki jabatan atau hubungan dengan emiten/perusahaan publik yang bersangkutan.¹³

Secara tradisional, komisaris, direktur, pemegang saham utama dan pegawai perusahaan termasuk sebagai *insiders (traditional insiders)*. Komisaris dan direktur dikategorikan sebagai *insider* adalah didasarkan atas pertimbangan, bahwa mereka termasuk orang yang wajib memegang *fiduciary obligations* dalam hal loyalitasnya kepada perusahaan. Di pihak lain mereka termasuk orang-orang yang dapat mengendalikan serta mengetahui kegiatan atau operasi perusahaan setiap hari, sehingga mereka memiliki informasi perusahaan yang paling sensitif (*sensitive corporate information*).¹⁴ Sedangkan kategori insider bagi pemegang saham utama (*controlling shareholders*) didasarkan atas ketentuan hukum perusahaan (*corporate law*), yang menetapkan suatu *fiduciary obligations* dari suatu *fairness* dan loyalitas terhadap siapa-

¹¹ Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation*, (Nashville, Tennessee : Clark Boardman Company, Ltd, 1989), hal. 15.

¹² Pasal 95 Undang-Undang Pasar Modal.

¹³ Penjelasan Pasal 95 UUPM.

¹⁴ Donald C. Langevoort, *op.cit*, hal. 72-73.

siapa yang memiliki pengawas atau pengendali aktivitas perusahaan berdasarkan saham di perusahaan yang mereka miliki, walaupun mereka tidak menduduki direktur atau *officers*.¹⁵ Namun mereka bukan berarti tidak memiliki *fiduciary*.¹⁶

Kategori karyawan emiten/perusahaan publik (*employee of the issuer*) sebagai *insider* memiliki tugas dan kewajiban menjaga loyalitas (*duty of loyalty*), termasuk tanggung jawab mereka untuk tidak memanfaatkan keuntungan dari informasi rahasia (*confidential information*) yang diperoleh sehubungan dengan pekerjaannya di perusahaan. Misalnya dapat dilihat dari kasus *SEC v. Texas Gulf Sulphur (TGS)*, informasi materiel mengenai pengeboran TGS di Timmins, Ontario dan informasi ini belum di-*disclose* untuk umum. Pegawai TGS Darke dan Coates (*geologist*) telah membuka informasi yang bersifat rahasia itu dan merekomendasikan kepada beberapa

manajemen atau pegawai TGS. Pengadilan memutuskan perbuatan mereka ini sebagai *insider trading* dan khusus bagi Darke dan Coates dikategorikan sebagai *insiders*.¹⁷ Kategori-kategori *insider* yang terdiri dari komisaris, direktur, pemegang saham utama dan pegawai perusahaan ini merupakan contoh klasik dari seseorang yang mempunyai *fiduciary duty* atau yang disebut dengan *traditional insiders*.¹⁸

Ketentuan penjelasan pasal 95 UUPM yang telah menetapkan *insider* masih menganut kategori *traditional insiders* ini. Ketentuan ini juga menetapkan kategori "*insider sementara*" ("*temporary insider - Quasi insider*"). Bila kategori *traditionsl insiders* secara nyata merupakan orang-orang yang bekerja dalam perusahaan, maka *insider* dalam kategori *temporary insider* atau *quasi insider* ini merupakan orang-orang luar perusahaan. Tetapi mereka mempunyai hubungan *trust* dan *confidence*

¹⁵ *Speed v. Transamerica Corp*, 71 F.Supp, 457 (D.Del 1947), dalam Langevoort, *Op.cit*, hal. 72.

¹⁶ *Feldman v. Simkins Indus*, 679 F.2d, 1299, 1304 (9th.Cir.1982), dalam *Ibid*, hal. 73.

¹⁷ *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d. 833 (2d.Cir. 1968) lihat juga *v. Copytele, Inc*, 608 F.Supp.2 (S.D.N.Y.1985) *SEC v. Fox*,654 F. Supp. 781 (N.D. Tex 1986).

¹⁸ Sean P. Leuba, "The Fourth Circuit Breaks Rank in United States v. Bryan, A repudiation of the Misappropriation Theory," *Washington & Lee Law*, (No. 53, 1143, 1996), hal: 1145.

dengan perusahaan atau mereka ini mempunyai hubungan jangka pendek yang mengakibatkan *fiduciary obligations* mereka kepada perusahaan.¹⁹ Pemikiran ini yang membuat konsultan hukum, notaris, akuntan, penasihat keuangan dan investasi dan lain-lain dikategorikan sebagai *insider* sebagaimana dilihat dalam penjelasan pasal 95 UUPM.

Dalam konteks kategori *insider* tersebut dapat dibandingkan dengan putusan Mahkamah Agung Amerika Serikat dalam kasus *Chiarella v. United States* yang menyatakan bahwa *one who fails to disclose materiel information prior to consummation of a transaction commite fraud only whwn he is under to do so*.²⁰ Hakim Powel yang memutuskan kasus *Chiarella* ini membuat pertimbangan, bahwa "seseorang yang mempelajari dokumen rahasia sebuah perusahaan dalam hubungannya dengan pembelian atau penjualan saham sebelum saatnya informasinya disampaikan kepada publik adalah termasuk dalam perbuatan melanggar hukum."²¹

Pendapat Mahkamah Agung tersebut dapat pula dikaitkan dengan pertimbangan Mahkamah Agung Amerika Serikat dalam hal pertanggung jawaban hukum dari penerima informasi (*tippee*) melalui putusannya dalam kasus *Dirks v. SEC*, yang menyatakan "*the tippee's duty to disclose or abstain is derivative from the insider's duty*."²² Pendapat tidak adanya pelanggaran *insider trading* bagi seseorang yang tidak mempunyai hubungan *fiduciary duty* ini telah membuat pelaksanaan hukum *insider trading* menjadi hambatan. Di samping itu, terminologi *insider trading* yang juga kurang jelas pengaturannya dalam ketentuan *insider trading* sebagaimana yang diatur UUPM. Hal ini disebabkan UUPM hanya menganut teori klasik atau tradisional untuk menetapkan terminologi *insider*, yaitu hanya orang-orang yang termasuk dalam pegawai perusahaan (*corporate officer* atau seseorang yang mempunyai posisi dalam perusahaan).²³

Teori klasik *insider trading* (*classical insider trading*) disebutkan

¹⁹ Donald C. Langevoort, *op.cit*, hal. 77.

²⁰ *Chiarella v. united States*, 455 U.S. 222 (1980).

²¹ *Ibid*.

²² *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646 (1983).

²³ Wade M. Hall, *op cit*, hal. 867.

bahwa suatu pelanggaran dalam *insider trading* adalah didasarkan kepada hubungan para pihak dalam transaksi, yang meliputi pegawai perusahaan yang melakukan perdagangan saham perusahaan berdasarkan informasi materiel yang belum tersedia untuk publik dan pegawai perusahaan tersebut mempunyai *fiduciary duty* dengan perusahaan dan pemegang saham. Selanjutnya termasuk juga sebagai pegawai bagi orang yang mempunyai informasi materiel yang bersifat rahasia perusahaan disebabkan posisinya dalam perusahaan.²⁴

Apabila teori klasik *insider trading* ini dianut dalam menyelesaikan masalah *insider trading*, maka seseorang yang tidak mempunyai *fiduciary duty*, tetapi ia melakukan perdagangan saham dengan menggunakan *materiel nonpublic information* tidak dianggap melakukan *insider trading*.²⁵ Akibat teori ini, yang diinginkan pengaturan *insider trading* sebagai perlindungan investor,²⁶ tidak tercapai secara maksimal.

Karena menurut teori klasik dalam penentuan kategori *insider* didasarkan *fiduciary duty*, dimana tidak ada larangan bagi seseorang yang tidak mempunyai *fiduciary duty* melakukan *insider trading*.²⁷ Misalnya apabila seseorang atau penerima informasi (*tippee*) materiel *nonpublic information* dari *insider* dan *tippee* itu tidak melanggar *fiduciary duty*, maka seseorang itu atau *tippee* tersebut tidak dapat dipertanggungjawabkan secara hukum.²⁸

Misappropriation Theory

Pada awalnya peraturan pasar modal Amerika Serikat tentang *insider trading* hanya menganut teori klasik yang didasarkan kepada *fiduciary duty*. Tetapi setelah mereka mengalami masalah dalam pertanggungjawaban hukum *insider* yang melakukan *insider trading* dengan pendekatan teori klasik ini, SEC memperluas konsep kategori *insider* dengan pendekatan *misappropriation theory* (teori penyalahgunaan). Berdasarkan *misappropriation*

²⁴ Sean P. Leuba, *op it*, hal. 1144-1145.

²⁵ Susan Lorde Martin, "SEC Rule 14E-3 is Valid : A Retbuttal," *American Business Law Journal*, (Vol. 30, 1992), hal. 728.

²⁶ Wade M. Hall, *op.cit.*, hal. 867.

²⁷ Gary Bunch, "Chiarella : The Need For Equal Access Under Section 10 (b)," *San Diego Law review*, (Vol. 17, 1980), hal. 731.

²⁸ Stephen M. Bainbridge, "Incorporating State Law Fiduciary Duties Into The Federal Insider Trading Prohibition," *Washington & Lee Law review*, (Vol. 52, 1995), hal. 1198.

theory ditentukan bahwa seseorang tidak harus mempunyai pelanggaran dari suatu *fiduciary duty*, tetapi mengikuti kewajiban umum keterbukaan di pasar modal.²⁹ Jadi menurut *misappropriation theory* seseorang yang menggunakan informasi yang belum tersedia untuk publik milik orang lain dalam perdagangan saham dianggap telah melakukan *insider trading*. Seseorang tersebut adalah *misappropriators* sama dengan pihak yang melakukan pelanggaran dari suatu *fiduciary duty* atau pihak yang mempunyai hubungan *trust* dan *confidence* dengan emiten atau pemegang saham.³⁰

Perkembangan pengaturan *insider trading* dari *classical insider trading* kepada *misappropriation theory* dalam menentukan kategori *insider* perlu untuk dikaji dalam rangka perlindungan investor dari pelaku-pelaku *insider trading*. Karena tanpa penerapan *misappropriation theory* ketentuan *insider trading* di Indonesia akan menghadapi masalah dalam

menentukan kategori *insider* dan sekaligus menjadi hambatan dalam menyaring pelaku-pelaku *insider trading*.

Penerapan *misappropriation theory* akan membuat konsep *insider* menjadi sangat komprehensif. Menurut teori tersebut setiap orang yang menggunakan *inside information* atau informasi yang belum tersedia untuk publik melakukan perdagangan saham atas informasi tersebut dikategorikan sebagai *insider* dalam *insider trading*, walaupun orang yang melakukan perdagangan tersebut tidak mempunyai *fiduciary duty* dengan perusahaan.

Konsep kategori *insider* ini dapat dilihat dari putusan kasus *United States v. Newman* yang pada intinya apakah informasi *nonpublic* diambil orang lain dan disalahgunakan dalam perdagangan saham.³¹ Dalam kasus Newman ini pengadilan membuat pertimbangan sebagai berikut : “*The wrongdoing charged against appellee and his cohorts*

²⁹ David L. Ratner dan Thomas Lee Hazen. 1, *Securities Regulation Cases And Materials*, Fourth Edition, (St. Paul, Minn : West Publishing Co, 1991), hal. 618.

³⁰ Ronald A. Anderson, Ivan Fox dan David P. Twomey, *Business Law & The Regulatory Environment Principles & Cases*, Twelfth edition, (Cincinnati, Ohio : South-Western College Publishing, 1995), hal. 1015. Wade M. Hall. *Op.cit.*, hal. 874.

³¹ *United States v. Newman*, 664 F.2nd 12 (2nd, 1981).

was not simply internal corporate mismanagement. In (Chiarella) Chief Justice Burger, in dissenting, said that the defendant 'misappropriated...stole, to put it bluntly...valuable nonpublic information entrusted to him in the utmost confidence.' That characterization aptly describes the conduct of the connivers in the instant case. Had appellant used similar deceptive practices to mulct Morgan Stanley and Kuhn Loeb of cash or securities, it could hardly be argued that those companies had not been defrauded. By sullyng the reputations of Courtois' and Antoniu's employers as safe repositories of client confidences, applee and his cohorts defrauded those employers as surely as if they took their money.³²

Fakta dari konsep penerapan *misappropriation theory* ini dapat juga dilihat dari kasus *carpenter v. United States*. Dalam kasus *Carpenter* ini terdakwa R. Foster Winans sebagai reporter *The Wall Street Journal* menulis dalam "Heard on the Street Column," yang merupakan kolom hasil penilaian dan analisis tentang kondisi perusahaan tertentu yang *listing* di bursa dan kolom ini dapat mempengaruhi harga saham dari

perusahaan yang dinilai. Apabila tulisan dalam kolom itu menilai perusahaan yang *listing* baik, maka harga sahamnya cenderung naik. Sebaliknya apabila penilaiannya tidak baik, maka harga sahamnya akan turun. Pengaruh tulisan yang terdapat dalam kolom ini dimanfaatkan oleh Winans untuk kepentingan dirinya sendiri., dengan cara bersekongkol dengan temannya dan memberitahukan isi dalam kolom dari kolom. Selanjutnya temannya dianjurkan melakukan transaksi saham, sehingga mereka memperoleh keuntungan besar dari transaksi tersebut. Praktek Winans ini oleh SEC dituduh *insider* dalam praktek *insider trading* berdasarkan tuduhan, bahwa Winans menyalahgunakan informasi milik *Wall Street Journal* untuk kepentingan pribadinya.

Selanjutnya, Pengadilan dengan dasar *misappropriation theory* menetapkan Winans melanggar ketentuan *insider trading*.³³ Dalam hal ini pengadilan menyatakan Winans melakukan penipuan melalui *Wall Street Journal* tersebut, yaitu "what made the conduct here a fraud was that

³² 664 F. 2nd, 17-18.

³³ *Carpenter v. United States* 791 F.2d. 1024 (2nd Cir 1986).

*Winans knew he was not supposed to leak the timing or contents of his articles or trade on that knowledge. He knew that these columns were likely to affect the price of the stocks to his benefit. This is true even if he had not known of a written policy; he had knowledge of a Wall Street Journal practice, that is, a rule of conduct, which makes this a clear breach of fiduciary duty. ... The contention that criminal liability cannot be premised on as broadly-stated and aspirational a set of guidelines as the Dow Jones policy is just not persuasive. While the policy itself tries to cover many ethical grey areas, and it may be difficult to tell whether some conduct fits within the guidelines, this case does not present any such problems. Winans breached the policy and he knew he was breaching it.*³⁴

Mengikuti putusan kasus Carpenter yang didasarkan kepada *misappropriation theory*, yang telah menetapkan kategori seseorang melakukan pelanggaran adalah didasarkan pada unsur-unsur, pertama, melakukan penyalahgunaan *materiel nonpublic information*.

Kedua, termasuk orang yang tidak mempunyai hubungan dari suatu *trust* dan *confidence*. Ketiga, informasi itu digunakan untuk perdagangan saham. Terakhir, termasuk orang yang mempunyai kewajiban kepada pemegang saham dan perdagangan saham.³⁵

Dengan putusan kasus tersebut membuat ketentuan yang selama ini berlaku yang mengharuskan adanya *fiduciary duty* sebagai unsur yang menentukan kategori *insider* telah ditambah unsurnya diluar unsur *fiduciary duty*. Penekanan tambahan unsur kategori *insider* tersebut dapat juga dilihat melalui putusan kasus *United States v. Chestman*, yang oleh pengadilan dinyatakan "*a fiduciary duty cannot be imposed unilaterally by entrusting a person with confidential information*".³⁶

Perkembangan peraturan pasar modal Amerika Serikat sebelum kasus Carpenter yang menentukan kategori *insider* adalah orang yang menggunakan informasi

³⁴ [1984 - 85 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 92, 085 (S.D.N.), 1985.

³⁵ *SEC. v. Clark*, 915 F/2d, 439, 442 (9th Cir. 1991). Lihat juga *Sec. v. Materia*, 745 F. 2nd 197 (2nd. Cir. 1984), yang memutuskan terdakwa yang menyalahgunakan informasi *non public* milik klien dari majikannya untuk kepentingan pribadi dikategorikan ia sebagai pencuri informasi.

³⁶ *United States v. Chestman*, 947 F. 2d 551 (3d Cir. 1991).

nonpublic dan orang tersebut mempunyai *fiduciary duty* dengan perusahaan. Sebagaimana pendapat Mahkamah Agung dalam kasus *Chiarella v. United States*, “*when an allegation of fraud is based on nondisclosure, there can be no fraud absent a duty to speak ... arising from a relationship of trust and confidence between parties to transaction.*”³⁷ Berdasarkan pendapat ini Chiarella, karyawan perusahaan Pandick Press yang mencetak surat-surat berharga di bidang perdagangan dan keuangan, mengetahui dari dokumen yang dicetak rencana *take over*. Chiarella memanfaatkan rencana *take over* ini dengan membeli saham perusahaan target dalam *take over*. Dia memperoleh keuntungan pada saat informasi *take over* disampaikan, karena harga perusahaan tersebut menjadi naik. Chiarella tidak dikategorikan sebagai *insider* dan tidak dapat diberikan sanksi larangan *insider trading*. Walaupun pada mulanya ia dituntut atas dasar *Section 10 (b) The 1933 Act* dan *Rule 10b-5* 34, yang melarang penipuan dalam perdagangan saham. Hal ini disebabkan

Chiarella tidak memiliki *fiduciary duty* dengan perusahaan target dalam *take over* tersebut.³⁷

Dengan demikian konsep hukum yang menentukan seseorang dikategorikan *insider* dalam *insider trading* adalah menganut putusan kasus Carpenter yang menerapkan konsep hukum berdasarkan *misappropriation theory*. Penerapan putusan kasus Carpenter ini sekaligus tidak menganut lagi konsep hukum yang menentukan kategori *insider* yang didasarkan adanya *fiduciary duty* sebagaimana yang diputuskan dalam kasus Chiarella. Dibandingkan dengan konsep hukum yang menentukan seseorang dikategorikan *insider* di Indonesia sebagaimana diatur dalam pasal 95 UUPM.

Menjadi catatan di sini bahwa pasal 95 UUPM menganut teori *fiduciary duty* seperti putusan kasus Chiarella, oleh karena itu, perlu pasal tersebut dikaji ulang untuk diterapkan ketentuannya dengan perkembangan penentuan kategori *Insider* sesuai dengan *misappropriation theory*.

³⁷ *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 - 228 (1980).

Fakta Materiel

Apabila terjadi ketimpangan informasi fakta materiel bagi investor dalam perdagangan saham, maka pada saat tersebut dapat menjadi indikasi *insider trading*. Dengan terjadinya *insider trading* menunjukkan telah terjadi pelanggaran prinsip keterbukaan. *Insider trading* tersebut terjadi, apabila *insider* melakukan perdagangan dengan berdasarkan informasi yang belum disampaikan kepada publik.³⁸

Penentuan indikasi *insider trading* merupakan suatu *insider trading* ditentukan oleh unsur "informasi yang mengandung fakta materiel" (Selanjutnya disebut "fakta materiel"). Standar fakta materiel yang diterapkan untuk menentukan suatu *insider trading* dalam konsep hukum pasar modal yang berlaku di Indonesia tidak seperti yang terdapat di Amerika Serikat.

Di Amerika Serikat standar fakta materiel yang digunakan dalam kasus-kasus *insider trading* diambil dari Putusan Mahkamah

Agung, seperti dalam kasus *TSC Industries Inc. v. Northway*.³⁹ Meskipun kasus ini memandang materiel dalam konteks gugatan *proxi*, kasus-kasus selanjutnya telah mengakui bahwa apabila secara profesional diterapkan memberikan suatu standar yang dapat dijalankan untuk keperluan *insider trading*. Dalam kasus *TSC Industries Inc* tersebut disebutkan, bahwa "suatu fakta yang dihilangkan adalah materiel, apabila ada suatu kemungkinan yang dianggap substansial bagi seorang pemegang saham yang *reasonable* dan anggapan tersebut penting dalam memutuskan sesuatu."⁴⁰

Dengan perkataan lain, "harus ada suatu kemungkinan yang substansial bahwa pengumuman dari fakta yang dihilangkan tersebut akan dipandang oleh seorang investor yang *reasonable* telah secara signifikan mengenyampingkan campuran (*total mix*) informasi yang tersedia."⁴¹

Dalam terminologi informasi yang berkaitan dengan investasi,

³⁸ Jack E. Karens dan Frederick P. Schadler, *op.cit.*, hal. 329.

³⁹ *TSC Industries Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438 (1976).

⁴⁰ *Ibid*, 449. Lihat juga. Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation*, (New York: Clark Boardman Company, Ltd, 1989), hal. 132.

⁴¹ *Ibid*.

dapat dikatakan informasi yang berarti “fakta” yang dimiliki *insider* dalam kedudukannya adalah fakta apabila diberikan kepada investor lain di pasar dan digabungkan dengan informasi-informasi yang ada lainnya tentang emiten atau perusahaan akan menyebabkan “revolusi” dari saham. Teori ekonomi mengajarkan bahwa harga suatu saham yang sudah dicatatkan di bursa dan saham lainnya yang sudah diperdagangkan secara luas selalu merefleksikan suatu konsensus diantara para investor tentang harganya yang fair berdasarkan semua informasi yang tersedia.⁴²

Suatu definisi singkat tentang fakta materiel untuk keperluan *insider trading* adalah “setiap informasi yang apabila disampaikan akan menyebabkan perubahan yang substansial bagi harga dari suatu saham.”⁴³ Percobaan (*test*) definisi singkat ini pada khususnya cocok, oleh karena hal tersebut berhubungan langsung dengan pelarangan, yang pelarangan untuk

menghilangkan keuntungan yang akan datang ketika suatu perdagangan yang dilakukan orang yang memegang kepercayaan yang telah mengetahui lebih dahulu mengenai pergerakan yang besar dari harga suatu saham.⁴⁴

Di Inggris terdapat ketentuan materiel dalam ketentuan *insider trading*-nya yang secara substansi definisi materiel mengandung kemiripan dengan definisi materiel dengan ketentuan yang berlaku di Amerika Serikat. Ketentuan di Inggris membuat definisi materiel “suatu hal yang termasuk informasi sensitif yang tidak mempublikasikan harga (*unpublished price sensitive information*) yang secara umum tidak diketahui oleh para pihak yang biasanya atau para pihak yang akan melakukan perdagangan saham tersebut, tetapi apabila secara umum telah diketahui mereka, maka akan menjadi materiel untuk mempengaruhi harga dari saham-saham tersebut.”⁴⁵

Masalah yang timbul dalam fakta materiel ini adalah “apakah

⁴² *Ibid.*

⁴³ *Ibid.*

⁴⁴ *Ibid.*, hal. 132-133.

⁴⁵ *Ibid.*

Fakta Materiel

Apabila terjadi ketimpangan informasi fakta materiel bagi investor dalam perdagangan saham, maka pada saat tersebut dapat menjadi indikasi *insider trading*. Dengan terjadinya *insider trading* menunjukkan telah terjadi pelanggaran prinsip keterbukaan. *Insider trading* tersebut terjadi, apabila *insider* melakukan perdagangan dengan berdasarkan informasi yang belum disampaikan kepada publik.³⁸

Penentuan indikasi *insider trading* merupakan suatu *insider trading* ditentukan oleh unsur “informasi yang mengandung fakta materiel” (Selanjutnya disebut “fakta materiel”). Standar fakta materiel yang diterapkan untuk menentukan suatu *insider trading* dalam konsep hukum pasar modal yang berlaku di Indonesia tidak seperti yang terdapat di Amerika Serikat.

Di Amerika Serikat standar fakta materiel yang digunakan dalam kasus-kasus *insider trading* diambil dari Putusan Mahkamah

Agung, seperti dalam kasus *TSC Industries Inc. v. Northway*.³⁹ Meskipun kasus ini memandang materiel dalam konteks gugatan *proxi*, kasus-kasus selanjutnya telah mengakui bahwa apabila secara profesional diterapkan memberikan suatu standar yang dapat dijalankan untuk keperluan *insider trading*. Dalam kasus *TSC Industries Inc* tersebut disebutkan, bahwa “suatu fakta yang dihilangkan adalah materiel, apabila ada suatu kemungkinan yang dianggap substansial bagi seorang pemegang saham yang *reasonable* dan anggapan tersebut penting dalam memutuskan sesuatu.”⁴⁰

Dengan perkataan lain, “harus ada suatu kemungkinan yang substansial bahwa pengumuman dari fakta yang dihilangkan tersebut akan dipandang oleh seorang investor yang *reasonable* telah secara signifikan mengenyampingkan campuran (*total mix*) informasi yang tersedia.”⁴¹

Dalam terminologi informasi yang berkaitan dengan investasi,

³⁸ Jack E. Karens dan Frederick P. Schadler, *op.cit.*, hal. 329.

³⁹ *TSC Industries Inc. v. Northway*, 426 U.S. 438 (1976).

⁴⁰ *Ibid*, 449. Lihat juga. Donald C. Langevoort, *Insider Trading Regulation*, (New York: Clark Boardman Company, Ltd, 1989), hal. 132.

⁴¹ *Ibid*.

dapat dikatakan informasi yang berarti “fakta” yang dimiliki *insider* dalam kedudukannya adalah fakta apabila diberikan kepada investor lain di pasar dan digabungkan dengan informasi-informasi yang ada lainnya tentang emiten atau perusahaan akan menyebabkan “revolusi” dari saham. Teori ekonomi mengajarkan bahwa harga suatu saham yang sudah dicatatkan di bursa dan saham lainnya yang sudah diperdagangkan secara luas selalu merefleksikan suatu konsensus diantara para investor tentang harganya yang fair berdasarkan semua informasi yang tersedia.⁴²

Suatu definisi singkat tentang fakta materiel untuk keperluan *insider trading* adalah “setiap informasi yang apabila disampaikan akan menyebabkan perubahan yang substansial bagi harga dari suatu saham.”⁴³ Percobaan (*test*) definisi singkat ini pada khususnya cocok, oleh karena hal tersebut berhubungan langsung dengan pelarangan, yang pelarangan untuk

menghilangkan keuntungan yang akan datang ketika suatu perdagangan yang dilakukan orang yang memegang kepercayaan yang telah mengetahui lebih dahulu mengenai pergerakan yang besar dari harga suatu saham.⁴⁴

Di Inggris terdapat ketentuan materiel dalam ketentuan *insider trading*-nya yang secara substansi definisi materiel mengandung kemiripan dengan definisi materiel dengan ketentuan yang berlaku di Amerika Serikat. Ketentuan di Inggris membuat definisi materiel “suatu hal yang termasuk informasi sensitif yang tidak mempublikasikan harga (*unpublished price sensitive information*) yang secara umum tidak diketahui oleh para pihak yang biasanya atau para pihak yang akan melakukan perdagangan saham tersebut, tetapi apabila secara umum telah diketahui mereka, maka akan menjadi materiel untuk mempengaruhi harga dari saham-saham tersebut.”⁴⁵

Masalah yang timbul dalam fakta materiel ini adalah “apakah

⁴² *Ibid.*

⁴³ *Ibid.*

⁴⁴ *Ibid.*, hal. 132-133.

⁴⁵ *Ibid.*

suatu informasi tertentu akan dianggap sebagai suatu fakta materiel dalam kasus-kasus *insider trading*.” Pertanyaan tersebut merupakan suatu pertanyaan faktual dalam pengadilan. Karena kesulitan dalam litigasi hanya akan muncul, apabila informasi tersebut sedikit lebih “*soft*” dan secara jelas kurang berarti. Dalam kasus dimana fakta materiel menjadi masalah adalah secara sepihak informasi yang sedang dipertanyakan hanya memberikan kemungkinan bergeraknya harga saham.⁴⁶ Misalnya dalam suatu kasus di Amerika Serikat yang diproses di SEC, informasi yang mengarah kepada perdagangan yang dituduh melawan hukum adalah suatu percobaan yang dilakukan dengan penyelidikan untuk suatu penemuan (*exploratory*) yang mengidentifikasi adanya minyak dalam suatu area dimana emiten memiliki penggalan yang banyak. Para investor akan mengambil risiko terhadap uang mereka dalam melakukan perdagangan tersebut, apabila percobaan tersebut hanya di sebagian area

yang punya minyak. Namun demikian informasi tersebut secara profesional dianggap materiel. Meskipun kemungkinan (*probability*) mendapat keuntungan dari operasi tersebut hanya 25 persen berdasarkan informasi tersebut, akibatnya kepada perusahaan apabila kemungkinan tersebut diperoleh akan mengakibatkan setiap investor yang *reasonable* akan segera merevisi perhitungan terhadap keuntungan perusahaan tersebut di masa datang. Dengan perkataan lain, meskipun yang dimiliki *insider* hanya sedikit informasi, tetapi informasi yang sedikit itu masih menawarkan keuntungan yang lebih dibandingkan dengan orang-orang yang tidak mengetahui informasi tersebut.⁴⁷

Dengan demikian masalah fakta materiel dalam *insider trading* dapat diantisipasi dari penetapan fakta materiel atas informasi yang dimiliki *insider* di atas ini. Karena akibat pemilikan *insider* atas informasi tersebut secara pasti diinginkan juga untuk diperoleh para pedagang di pasar sebelum mereka membuat keputusan

⁴⁶ *Ibid.*

⁴⁷ *Ibid.*

menjual dan membeli saham, dan secara pasti pula apabila diperhatikan informasi tersebut disampaikan kepada publik, maka akan membuat harga saham naik.⁴⁸

Jika dikaitkan dengan informasi galian di atas, tanpa memperhatikan kemungkinan galian tersebut tidak berhasil.⁴⁹ Doktrin hukum yang timbul dari pengadilan di Amerika Serikat telah menetapkan percobaan “kemungkinan-besar” (*probability-magnitude*), dalam hal ini untuk fakta materiel dianggap kemungkinan besar sesuatu kejadian akan terjadi.⁵⁰

Pertama sekali pemikiran Percobaan “*probability-magnitude*” tersebut disampaikan dalam kasus *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, yang pada akhirnya melalui kasus tersebut ditetapkan kriteria fakta materiel yang dirinci dengan pengujian, *pertama*, esensinya yang apabila disampaikan kepada publik, maka dapat mengakibatkan fluktuasi harga saham. *Kedua*, informasi yang dapat diprediksi oleh *outsiders* melalui keahliannya

dalam memahami informasi yang dapat mempengaruhi keputusan untuk berinvestasi. *Terakhir*, fakta materiel tidak hanya terbatas pada sesuatu informasi yang mengandung fakta-fakta materiel yang dapat memberi dampak bagi perusahaan di masa datang dan dapat memberi akibat yang mempengaruhi keinginan investor untuk membeli atau menjual saham.⁵¹

Fakta materiel tersebut merupakan unsur kedua setelah unsur *insider* dibahas dalam penentuan *insider trading* ini. Unsur ketiga yang harus dipenuhi apakah perdagangan saham termasuk dalam *insider trading* adalah pembuktian *insider* melakukan perdagangan saham berdasarkan *materiel nonpublic information* sebagaimana diuraikan di muka. Untuk kepentingan ini perlu pengujian bagi *insider* ini terhadap perdagangan saham yang menggunakan informasi yang eksklusif mereka miliki (*materiel nonpublic information*).

⁴⁸ *Ibid.*

⁴⁹ *Ibid.*

⁵⁰ *Ibid.*, hal. 134-135.

⁵¹ *SEC. v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d 883 (2d Cir. 1968 dan 394 U.S. (1969). Lihat juga David L. Ratner dan Thomas Lee Hazen, *op.cit.*, hal. 560 - 561.

Penutup

Penentuan adanya praktek *insider trading* menjadi hal yang sangat penting dalam rangka pencegahan kejahatan di pasar modal. Mengingat selama ini banyaknya indikasi *insider trading* di pasar modal Indonesia, namun sulit untuk membuktikannya. Oleh karena itu pendapat pengadilan berkaitan dengan *insider trading* yang sangat populer di Amerika Serikat sebagaimana disajikan dalam tulisan ini dapat menjadi preseden bagi Pengadilan dan Bapepam untuk menyelesaikan apabila terdapat indikasi *insider trading*. Preseden itu dapat menutup *loophole* ketentuan *insider trading* dalam UUPM yang bisa dimanfaatkan oleh mereka yang tidak beritikad baik.

Selanjutnya, penerapan *misappropriation theory* mutlak harus diterapkan dalam penyelesaian indikasi *insider trading* dalam perdagangan saham di pasar modal Indonesia. Tentunya untuk itu harus

ada amandemen berkenaan dengan ketentuan *insider trading* dalam UUPM. Sebab tanpa penerapan *misappropriation theory* tersebut aparaturnya penegak hukum, baik polisi, jaksa, hakim dan penyidik dari Bapepam akan menghadapi masalah dalam menentukan kategori *insider* dan sekaligus menjadi hambatan menjerang pelaku-pelaku *insider trading*.

Tuntutan amandemen itu sejalan pula dengan tuntutan akan ketentuan-ketentuan pasar modal yang harus komprehensif, termasuk ketentuan *insider trading*. Apalagi kecenderungan internasionalisasi pasar modal sejalan pula dengan kecenderungan arus globalisasi ekonomi yang membawa pasar modal satu negara terkait dengan pasar modal negara lain, sehingga pasar modal berbagai negara berlomba-lomba menjadi pasar modal yang efisien. Oleh karena itu diperlukan peraturan pasar modal yang *comparable* dalam *global market*.

DAFTAR PUSTAKA

- Anderson, Ronald A., Ivan Fox dan David P. Twomey, "Business Law & The Regulatory Environment Principles & Cases," Twelfth edition, Cincinnati, Ohio : Souyh-Western College Publishing, 1995.
- Bainbridge, Stephen M. "Incorporating State Law Fiduciary Duties Into The Federal Insider Trading Prohibition," Washington & Lee Law review, vol. 52, 1995.
- Bunch, Gary. "Chiarella : The Need For Equal Access Under Section 10 (b)," San Diego Law review, vol. 17, 1980.
- Hall, Wade M. "Insider Trading Liability : Are We Ready to Leave the Naisappropriation Theory Quagmire," Kansas Law Review, vol.44, 1996.
- Karens, Jack E. dan Frederick P. Schadler, "Requiring Basic Disclosure of Preliminary Management Buyout Negotiation : Re-defining Rule 10b-5 Materiality," After RJR Nabisco, Memphis State University Law Review, vol.19, 1989
- Langevoort, Donald C. "Insider Trading Regulation," Nashville, Tennessee : Clark Boardman Company, Ltd, 1989.
- Langevoort, Donald C. "Insider Trading Regulation," Nashville, Tennessee : Clark Boardman Company, Ltd, 1989.
- Leuba, Sean P. "The Fourth Circuit Breaks Rank in United States v. Bryan, A repudiation of the Misappropriation Theory," Washington & Lee Law (No. 53, 1143, 1996).
- Martin, Susan Lorde, "SEC Rule 14E-3 is Valid : A Retbuttal," American Business Law Journal, vol. 30, 1992.
- Ratner, David L. dan Thomas Lee Hazen. 1, "Securities Regulation Cases And Materiels," Fourth Edition, St. Paul, Minn : West Publishing Co, 1991.
- Stout, Lynn A., "Some Thoughts On Regulation of Tender Offer," Marylan Law Review, vol.43, 1984.

DAFTAR KASUS

- [1984 - 85 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 92, 085 (S.D.N.), 1985.
- Carpenter v. United States, 791 F. 2d 1024 (2nd Cir, 1986).
- Chiarella v. United States, 455 U.S., 222,235 (1980).
- Dirks v. SEC, 463 U.S. 646 (1983).
- SEC v. Texas Gulf Sulphur, 401 F.2d. 833 (2d.Cir. 1968)
- SEC. v. Texas Gulf Sulphur, 394 U.S. (1969).
- SEC v. Materia, 745 F. 2d 197, 201-02 (2d Cir. 1984).
- SEC v. Copytele, Inc, 608 F.Supp.2 (S.D.N.Y.1985)
- SEC v. Fox, 654 F. Supp. 781 (N.D. Tex 1986)
- SEC. v. Clark, 915 F/ 2d, 439, 442 (9th Cir. 1991).
- SEC v. Cherif, 933, F.2d. 403, 408-10) 7th Cir. 1991
- TSC Industries Inc. v. Northway, 426 U.S. 438 (1976).
- United States v. Bryan, 58 F. 3 d. 933 F. 2d. 403, 408-10 (4th Cir. 1995).
- United States v. Chestman, 947 F. 2d 551 (3d Cir. 1991).
- United States v. Newman, 664 F.2nd 12 (2nd, 1981)