

**ECONOMIC ANALYSIS OF LAW TERHADAP PEMIDANAAN INSIDER TRADING
DALAM PROSES MERGER SEBAGAI KEJAHATAN KORPORASI**

Sudwijayanti

Jurusan Ilmu Hukum Universitas 17 Agustus 1945 Surabaya
Jalan Semolowaru Nomor 45 Surabaya 60118, Indonesia

Abstract

Corporate crime is one of the crimes that arise with the advanced of economic, technological and trade liberalization activities. The problems with non-conventional crimes are due to the difficulty of clearly determining the victims and the difficulty of criminal prosecution of perpetrators. Corporate liability is also not well known in Indonesian criminal law, due to the very strong influence of the principle of sociates delinquere non-potest. One of the capital market crimes that may occur as a corporate crime is insider trading. Insider trading defined as securities trading transactions conducted by insiders by utilizing insider information that has not been published. Information on the merger as a form of corporate restructuring categorized as material facts. Merger is a legal act of one or more Companies to merge with another Company into one of existing company. In case that insider trading takes place in the merger process by the corporation, difficulty of verification for punishment will be complicated, considering the legal vacuum to convict that crime. Prosecution towards corporations, eventhough closely related to financial matters, but also intersect with purposes and functions, i.e. the protection of society and the individual offenders. Based on that purpose, Economic Analysis of Law expected to answer the legal vacuum and determine the important aspects of proper legal practice, so that a specific and appropriate punishment can be found for the offense. Considering not all penalties can be imposed on corporation. Hopefully, Economic Analysis of Law able to provide solutions for Indonesia modern criminalization.

Keywords: economic analysis of law, punishment, criminalization, insider trading, merger, corporate crime

A. Pendahuluan

Kejahatan merupakan suatu tindakan yang merugikan masyarakat sehingga tindakan tersebut patut dicela. Sutherland menekankan bahwa ciri pokok dari kejahatan adalah perilaku yang dilarang oleh negara karena merupakan perbuatan yang merugikan negara dan terhadap perbuatan itu negara bereaksi dengan hukuman sebagai upaya pamungkas.²

Pada dasarnya, globalisasi ekonomi dan liberalisasi perdagangan bertujuan untuk menghapuskan semua hambatan dalam perdagangan, sehingga semua pelaku bisnis diharapkan dapat dengan mudah melakukan kegiatan perdagangan di pasar global.³ Kedinamisan tersebut juga menciptakan terobosan-terobosan baru dalam berbisnis, salah satunya dengan adanya pembentukan korporasi.

Korporasi menjadi hal yang tidak terpisahkan dengan kebutuhan manusia. Namun semakin kuatnya peran korporasi, tidak berkembang seiring dengan hukum, sehingga pengaturan terhadap korporasi menjadi kurang memadai. Hal ini kemudian mendorong adanya kejahatan yang lebih kompleks. Kejahatan korporasi (*corporate crime*) merupakan salah satu kejahatan yang timbul dengan semakin majunya kegiatan perekonomian, teknologi dan liberalisasi perdagangan.

1 10.5281/zenodo.1171063.

² Topo Santoso dan Eva Achjani Zulfa, *Kriminologi, Cetakan ke-15*, PT Rajagrafindo Persada, Jakarta, 2015, hlm. 14.

³ Fajar Sugianto, *Economic Analysis of Law, Seri Analisis Ke-ekonomian tentang Hukum, Seri I Pengantar, Edisi Revisi*, Kencana Prenada Media Group, Jakarta, 2013, hlm. 2.

Terminologi korporasi erat kaitannya dengan badan hukum (*rechtspersoon*), sebagaimana yang dikenal dalam bidang hukum perdata. Korporasi berasal dari kata *corpus* yang memiliki arti badan. Badan yang diciptakannya itu terdiri dari *corpus*, yaitu struktur fisiknya dan ke dalamnya hukum memasukkan unsur *animus* yang membuat badan itu mempunyai kepribadian. Oleh karena badan hukum itu merupakan ciptaan hukum, maka kecuali penciptaannya, kematiannya pun juga ditentukan oleh hukum.⁴

Tahun 1995, pemerintah Indonesia mengakomodir keberadaan korporasi sebagai subjek hukum dengan dibentuknya Undang-Undang Nomor 1 Tahun 1995 sebagaimana telah diubah dengan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (selanjutnya disingkat UUPT). Pengaturan terhadap korporasi kemudian tersebar dalam beberapa undang-undang dengan rumusan yang berbeda-beda mengenai korporasi, antara lain termasuk pengertian badan usaha, perseroan, perusahaan, perkumpulan, yayasan, perserikatan, organisasi, dan lain-lain.

Berbeda dengan konsep-konsep dalam hukum perdata, hukum pidana tidak mengenal istilah korporasi. Padahal sejalan dengan perkembangan ekonomi, keberadaan korporasi tidak lagi hanya berkulat di bidang hukum perdata saja, tetapi juga menjadi urgensi di bidang hukum pidana. Dalam bidang hukum pidana, tindak pidana (*crime*) dapat diidentifikasi dengan timbulnya kerugian (*harm*), yang kemudian mengakibatkan lahirnya pertanggungjawaban pidana atau *criminal liability*.⁵ Pernyataan tersebut kemudian mengundang perdebatan mengenai pertanggungjawaban korporasi atau *corporate liability* mengingat di dalam Pasal 59 Kitab Undang-Undang Hukum Pidana (selanjutnya disingkat KUHP) Indonesia yang dikenal sebagai subjek hukum pidana hanya orang perseorangan dalam konotasi biologis yang alami (*naturlijke person*).⁶

Ketertinggalan KUHP Indonesia dalam memasukkan korporasi sebagai subjek hukum pidana kemudian memaksa pemerintah untuk membuat pengaturannya dalam perundang-undangan khusus, sebagai contoh tertuang dalam Pasal 15 Undang-Undang Darurat Nomor 7 Tahun 1955 tentang Tindak Pidana Ekonomi, contoh lainnya dalam Pasal 17 Undang-Undang Nomor 11/PnPs/Tahun 1963 tentang Pemberantasan Kegiatan Subversi (Undang-Undang ini telah dicabut dengan Undang-Undang Nomor 26 Tahun 1999), serta dalam Pasal 49 Undang-Undang Nomor 9 Tahun 1976 (sudah dicabut dengan Undang-Undang Nomor 22 Tahun 1997) Undang-Undang tentang Narkotika, Undang-Undang Nomor 32 Tahun 2009 tentang Perlindungan dan Pengelolaan Lingkungan Hidup, Undang-Undang Nomor 20 Tahun 2001 tentang Perubahan atas Undang-Undang Nomor 31 Tahun 1999 tentang Pemberantasan Tindak Pidana Korupsi, dan terdapat beberapa Undang-Undang lain yang memuat pengaturan korporasi.

Definisi korporasi dalam bidang hukum pidana kemudian diperluas tidak hanya sebagai badan hukum tetapi juga non-badan hukum. Pengertian korporasi di dalam hukum pidana sebagai *ius constituendum* dapat dijumpai dalam Konsep Rancangan KUHP Baru Buku I 2004-2005 Pasal 182 yang menyatakan, "Korporasi adalah kumpulan terorganisasi dan dari orang dan/atau kekayaan baik merupakan badan hukum maupun bukan badan

⁴ Satjipto Rahardjo, *Ilmu Hukum*, Alumni, Bandung, 1986, hlm. 110.

⁵ Hyman Gross, *A Theory of Criminal Justice*, Oxford University Press, New York, 1979, hlm. 114.

⁶ Moeljatno, *Kitab Undang-Undang Hukum Pidana, Cet. 29*, Bumi Aksara, Jakarta, 2011, hlm. 26.

hukum.”⁷ Perluasan definisi korporasi ini cukup signifikan dalam dunia hukum pidana, khususnya untuk menjerat pelaku kejahatan korporasi baik oleh orang perorangan maupun oleh korporasi.

Kejahatan korporasi merupakan bagian dari *white collar crime*, lazim juga dikenal sebagai *organized crime* atau *occupational crime*. Karakteristik dari kejahatan korporasi ini adalah bersifat struktural. Kejahatan yang dilakukan korporasi merupakan salah satu permasalahan pada bentuk kejahatan non-konvensional, yaitu karena: (a) sukarnya menentukan korban dengan jelas (adanya *abstract victims* dan *collective victims*) dan (b) sukarnya melakukan penuntutan pidana kepada para pelaku antara lain disebabkan kesukaran dalam pengumpulan barang bukti.⁸

Dalam rangka memberikan perlindungan kepada publik dari tindak pidana dan pelanggaran yang terjadi di bidang pasar modal, Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (selanjutnya disebut UUPM) dalam beberapa pasalnya mengatur mengenai jenis-jenis tindak pidana di bidang pasar modal, antara lain penipuan, manipulasi pasar, dan *insider trading* yang memiliki konsekuensi sanksi hukum. Salah satu tindak pidana di bidang pasar modal yang sulit pembuktiannya adalah *insider trading* atau perdagangan orang dalam.

Umumnya, *insider trading* yang terjadi di pasar modal disebabkan oleh adanya *asymmetric information*, di mana satu pihak memiliki akses terhadap informasi yang lebih dari pada pihak yang lain.⁹ *Insider trading* didefinisikan sebagai transaksi perdagangan efek yang dilakukan oleh orang dalam dengan memanfaatkan informasi orang dalam (*insider information*) yang belum dipublikasikan secara umum. Ketentuan mengenai larangan bertransaksi efek oleh orang dalam atau orang yang memiliki informasi orang dalam (*insider information*) diatur dalam Pasal 95 sampai dengan Pasal 99 UUPM. Subjek hukum *insider trading* yang dimaksud dalam UUPM masih menganut kesalahan hanya terdapat pada orang perorangan dan belum mengatur korporasi sebagai subjek hukum pidana. Padahal *insider trading* dapat juga dilakukan oleh korporasi.

Kesenjangan informasi yang bersifat material yang menjadi objek tindak pidana *insider trading* diatur dalam UUPM dan didukung dengan Pasal 6 Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material Oleh Emiten atau Perusahaan Publik. Informasi mengenai merger terkategori sebagai fakta material, yang artinya dapat menjadi objek dari tindak pidana *insider trading*.

Dalam Pasal 1 Angka 9 UUPT mendefinisikan Merger atau Penggabungan adalah perbuatan hukum yang dilakukan oleh satu Perseroan atau lebih untuk menggabungkan diri dengan Perseroan lain yang telah ada yang mengakibatkan aktiva dan pasiva dari Perseroan yang menggabungkan diri beralih karena hukum kepada Perseroan yang menerima

⁷ Muladi dan Dwidja Priyatno, *Op. Cit.*, hlm. 32.

⁸ Mardjono Reksodiputro, *Kemajuan Pembangunan Ekonomi dan Kejahatan*, Lembaga Kriminologi Universitas Indonesia, Jakarta, 1997, hlm. 44, 45, dalam Etty Utju R. Koesoemahatmadja, *Hukum Korporasi, Penegakan Hukum Terhadap Pelaku Economic Crimes dan Perlindungan Abuse of Power*, Ghalia Indonesia, Jakarta, 2011, hlm. 10.

⁹ Ivan Yustiavandana, *et.al.*, *Tindak Pidana Pencucian Uang di Pasar Modal*, Ghalia Indonesia, Bogor, 2014, hlm. 160.

penggabungan dan selanjutnya status badan hukum Perseroan yang menggabungkan diri berakhir karena hukum. Kegiatan penggabungan tersebut mengandung keuntungan (*gain*), sehingga informasi terhadap merger bersifat materialistis.

Insider trading dapat dilakukan oleh orang perorangan maupun korporasi, apabila dilakukan oleh orang perorangan, maka kesulitannya hanya pada beban pembuktian dalam rangka menjatuhkan pidana, baik pada saat proses merger masih berlangsung ataupun pada saat proses merger telah berakhir. Sedangkan apabila dilakukan oleh korporasi, maka tingkat kesulitan pembuktian untuk pemidanaan akan lebih berat, mengingat banyaknya kekosongan hukum terhadap kejahatan tersebut.

Pemidanaan secara sederhana dapat diartikan sebagai penghukuman, tetapi jika ditelaah lebih dalam lagi terdapat tujuan dan fungsi yang tidak terlepas dari teori-teori pemidanaan yang bervariasi dan mengalami perkembangan dengan sejalannya waktu. Bertolak dari pemikiran, bahwa pidana pada hakikatnya hanya merupakan alat untuk mencapai tujuan, maka konsep pertama-tama merumuskan tentang tujuan pemidanaan. Dalam mengidentifikasi tujuan pemidanaan, konsep bertolak dari keseimbangan dua sasaran pokok, yaitu "perlindungan masyarakat" dan "perlindungan/pembinaan individu pelaku tindak pidana"¹⁰

Jenis pemidanaan diatur dalam Pasal 10 KUHP yang berbunyi sebagai berikut: "Pidana terdiri atas: a. Pidana pokok: 1. Pidana mati; 2. Pidana penjara; 3. Kurungan; 4. Denda. b. Pidana tambahan: 1. Pencabutan hak-hak tertentu; 2. Perampasan barang-barang tertentu; 3. Pengumuman putusan hakim."¹¹ Jenis Pemidanaan tersebut tentu tidak semuanya dapat dijatuhkan kepada korporasi.

Pemidanaan terhadap korporasi, sekalipun berkaitan erat dengan hal finansial, namun juga bersinggungan dengan tujuan lain yang lebih menjerakan dan perbaikan. Hal ini terungkap dari pandangan Friedmann yakni: "*The main effect and usefulness of a criminal conviction imposed upon a corporation be seen either in any personal injury or, in most cases, in the financial detriment, but in the public opprobrium and stigma that attaches to a criminal conviction*"¹² Berdasarkan tujuan pemidanaan tersebut, pendekatan kombinasi antara ilmu hukum dan ilmu ekonomi diharapkan dapat menjawab kekosongan hukum atas permasalahan tersebut.

Economic Analysis of Law merupakan analisis yang menggunakan dua konsep ilmu yang berbeda yaitu ilmu hukum dan ilmu ekonomi, berdasarkan keterkaitannya dengan perilaku manusia. *Economic Analysis of Law* digunakan bukan hanya untuk mengukur pemidanaan dengan kerugian ekonomis yang timbul, tetapi juga untuk memberikan efek jera. Analisis juga dilakukan secara menyeluruh dengan melihat efisiensi dari berbagai aspek, baik korban maupun pelaku bahkan juga negara beserta perangkat penegak hukumnya. Hal ini penting bagi hukum untuk menentukan aspek-aspek penting dalam praktik hukum yang tepat (*proper legal practice*)¹³, sehingga dapat dirumuskan pemidanaan

¹⁰ Barda Nawawi Arief, *Bunga Rampai Kebijakan Hukum Pidana (Perkembangan Penyusunan Konsep KUHP Baru)*, Edisi Kedua, Cetakan Ke-3, Kencana Prenada Media Group, Jakarta, 2011, hlm. 93.

¹¹ Moeljatno, *Op. Cit.*, hlm. 5-6.

¹² Wolfgang Friedmann, *Law in Changing Society*, terpetik dalam Muladi *Pelaksanaan Pemidanaan di Bidang Hukum Ekonomi*, FH UNKRI, Jakarta, 1989, h. 8, dalam Muladi dan Dwidja Priyatno, *Op. Cit.*, hlm. 148.

¹³ Fajar Sugianto, *Economic Approach to Law, Seri Analisis Ke-ekonomian tentang Hukum, Seri II, Edisi Pertama*, Kencana Prenada Media Group, Jakarta, 2013, hlm. 93.

yang khusus dan sesuai (*specific punishment*) atas tindak pidana *insider trading* dalam proses merger sebagai kejahatan korporasi.

Dengan menggunakan sudut pandang ilmu ekonomi yaitu *Economic Analysis of Law*, diharapkan mampu memberikan kejelasan terhadap kekosongan hukum terhadap pemidanaan *insider trading* dalam proses merger sebagai kejahatan korporasi sebagai *legal issue* dalam penelitian ini. Oleh karena itu, penelitian ini diberi judul: *Economic Analysis Of Law* terhadap Pemidanaan *Insider Trading* dalam Proses Merger sebagai Kejahatan Korporasi.

B. Pembahasan

1. Karakteristik Tindak Pidana *Insider Trading* dalam Proses Merger

Dalam pelaksanaannya, *insider trading* adalah tindak pidana yang memiliki karakteristik yang khas, yaitu yang menjadi objek dari tindak pidana adalah informasi. Selain itu, dilakukan oleh orang yang memiliki keahlian dan kepandaian di bidang tersebut, tidak sekedar mengandalkan kemampuan fisik, akan tetapi lebih mengandalkan kemampuan membaca situasi pasar serta memanfaatkannya untuk kepentingan pribadi. Masih terdapat karakteristik lain yang membedakan dari tindak pidana lainnya, yaitu pembuktiannya cenderung sulit dan dampak pelanggaran dapat berakibat fatal dan luas.¹⁴

2. Karakteristik Tindak Pidana *Insider Trading*

Berdasarkan pengertian *insider trading* dalam Pasal 95 UUPM sangat jelas diketahui bahwa perdagangan efek dapat tergolong sebagai praktik *insider trading* apabila memenuhi tiga unsur minimal yaitu adanya orang dalam (*insider*), kesenjangan informasi, dan transaksi ilegal di bidang pasar modal yang dapat diuraikan sebagai berikut:

(i) Orang Dalam (*Insider*)

Dalam Penjelasan Pasal 95 UUPM yang dimaksud dengan orang dalam (*insider*) adalah:

- a. Komisaris, direktur, atau pegawai emiten,
- b. Pemegang saham utama emiten,
- c. Orang perorangan yang karena kedudukan atau profesinya atau karena hubungan usahanya dengan emiten atau Perusahaan Publik memungkinkan orang tersebut memperoleh informasi, atau
- d. Pihak yang dalam waktu 6 (enam) bulan terakhir tidak lagi menjadi pihak sebagaimana dimaksud dalam huruf a, huruf b, atau huruf c di atas.

Maksud kata “kedudukan” dalam penjelasan huruf c tersebut adalah jabatan pada lembaga, institusi, atau badan Pemerintah. “Hubungan usaha” yang dimaksud dalam penjelasan huruf c tersebut adalah hubungan kerja atau kemitraan dalam hubungan usaha, antara lain hubungan nasabah, pemasok, pelanggan, dan kreditur. Hal yang dimaksud dengan “informasi orang dalam” dalam penjelasan huruf c adalah Informasi Material yang dimiliki oleh orang dalam yang belum tersedia untuk umum. Profesi yang dimaksud dalam huruf c tersebut, misalnya adalah Konsultan hukum atau Pengacara.¹⁵

¹⁴ M. Irsan Nasarudin, *et.al.*, *Op. Cit.*, hlm. 260.

¹⁵ Budi Untung, *Op. Cit.*, hlm. 192.

Munir Fuady mengemukakan secara general dapat dikatakan bahwa setiap orang dapat menjadi *insider* asalkan dia mempunyai akses terhadap informasi. Dalam praktek, yang biasanya jadi *insider* adalah:

- 1) Pejabat teras perusahaan, yaitu direktur dan komisaris,
- 2) Pegawai tertentu dari perusahaan selain direktur dan komisaris tetapi mempunyai akses terhadap informasi tersebut. Misalnya *corporate secretary*,
- 3) *Independent Contractor* yang mempunyai *confidential relationship* tertentu dengan perusahaan. Misalnya *lawyer* bagi perusahaan tersebut,
- 4) *Tippee*. Yakni orang luar, seperti istri/suami, teman, tetangga, yang diberikan informasi oleh orang dalam baik secara cuma-cuma atau tidak,
- 5) *Secondary tippee*. Dalam hal ini informasi diterima bukan dari orang dalam, tetapi lewat *tippee* lain.¹⁶

Aturan mengenai *insider* tersebut jika diperbandingkan dengan teori Pasar Modal di Amerika yang sudah sangat berkembang dengan yurisprudensi yang sudah baku, maka penafsiran tentang *insider* dapat didasarkan pada dua Teori yaitu *Fiduciary Duty Theory* dan *Misappropriation Theory*. Teori tersebut senada dengan *Insider* (orang dalam) sebagaimana dimaksud dalam *Section 10(b)* dan *10b-5 Securities Exchange Act of 1934* memiliki definisi sebagai berikut:

- a. *Officer, Directors, and Employees at all level of company*,
- b. *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*
- c. *Other who owe a fiduciary duty to the company*

Berdasarkan *Fiduciary Duty Theory*, setiap orang yang dibayar oleh perusahaan untuk melaksanakan tugas yang diberikan untuk kepentingan perusahaan, maka dia mempunyai *duty* kepada perusahaan untuk menjalankan tugas tersebut dengan sebaik-baiknya (*due diligence*). Berdasarkan *Misappropriation Theory*, ketentuan *insider* memiliki arti yang lebih luas lagi, setiap orang yang melakukan perdagangan sekuritas dianggap telah melakukan *insider trading*. Hanya yang dipertimbangkan apakah informasi nonpublik telah diambil dari orang lain (bukan miliknya) dan disalahgunakan untuk melakukan perdagangan sekuritas.¹⁷

Berdasarkan uraian diatas, telah diketahui pengertian *insider trading* dalam UUPM belum memuat karakteristik yang lebih luas. Hal ini dikarenakan pengertian *insider trading* dalam UUPM masih berkuat pada teori *Fiduciary Duty*. Padahal karakteristik *insider trading* menurut teori *Misappropriation* tidak dapat dipisahkan dari keberadaan dan sifat khas *insider trading* secara lebih khusus, mulai dari adanya penyalahgunaan, informasi yang belum terbuka, orang dalam dan/atau orang yang memiliki akses terhadap informasi tersebut, transaksi ilegal hingga untuk tujuan kepentingan pribadi dan kelompoknya. Hal tersebut dapat menjadi salah satu perluasan definisi *insider* kedepannya, mengingat banyak praktik yang dapat diklasifikasikan sebagai *insider trading*, akan tetapi tidak dapat dituntut karena pelakunya tidak dianggap sebagai *insider*.

(ii) Kesenjangan Informasi Material (*Asymmetric Information*)

Pasal 1 Angka 7 UUPM mendefinisikan Informasi atau fakta material adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang

¹⁶ Munir Fuady, Buku Kesatu, *Op. Cit.*, hlm. 131.

¹⁷ Budi Untung, *Op. Cit.*, hlm. 184.

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

Kemudian diuraikan lebih lanjut dalam penjelasan UUPM, contoh Informasi atau fakta material adalah antara lain informasi mengenai:

1. Penggabungan usaha (*merger*), pengambilalihan (*acquisition*), peleburan usaha (*consolidation*) atau pembentukan usaha patungan;
2. Pemecahan saham (*share split*) atau pembagian dividen saham (*stock dividen*);
3. Pendapatan dan dividen yang luar biasa sifatnya;
4. Perolehan atau kehilangan kontrak penting;
5. Produk atau penemuan baru yang berarti;
6. Perubahan tahun buku perusahaan; dan
7. Perubahan dalam pengendalian atau perubahan penting dalam manajemen;

Sepanjang informasi tersebut dapat mempengaruhi harga Efek dan atau keputusan pemodal, calon, pemodal, atau Pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi Atau Fakta Material Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik menguraikan dalam Pasal 6 mengenai informasi dan fakta material yang harus segera diumumkan kepada Publik.

Teori ekonomi mengajarkan bahwa harga yang tercatat di bursa dan perdagangan sekuritas secara luas lainnya selalu merefleksikan kesepakatan antara investor mengenai harga yang wajar berdasarkan informasi yang tersedia.¹⁸ Informasi material yang ada harus dapat memberikan pengaruh terhadap perubahan harga sekuritas (*price sensitive*). Apabila tidak ada perubahan terhadap harga saham, maka hal tersebut tidak memenuhi kategori informasi material. Secara subjektif, informasi material akan memberikan gambaran kepada investor beli dan jual untuk menentukan kebijakan investasinya. Secara objektif, fakta menunjukkan bahwa harga sekuritas sangat bergantung oleh informasi yang tersedia. Informasi mengenai perusahaan atau emiten yang positif, misalnya emiten memperoleh laba yang luar biasa, dapat membuat harga saham emiten tersebut naik, demikian sebaliknya apabila informasi negatif yang terjadi, maka harga saham dapat mengalami penurunan.

Suatu hal yang sangat tipikal dalam dunia pasar modal adalah informasi. Informasi adalah kata kunci dan inti dalam bisnis pasar modal, itu sebabnya hampir semua ketentuan di pasar modal berurusan dengan persoalan informasi. Pengaturan kapan informasi boleh keluar, oleh siapa, bagaimana caranya, batasannya, unsurnya, manipulasinya, kebenarannya, dan lain sebagainya adalah hal yang sangat penting. Singkat kata, semua itu dirangkum dalam satu kata sakti yakni "*disclosure*".¹⁹

¹⁸ *Ibid.*

¹⁹ Emmy Y. Ruru, dalam penyelenggaraan Pendidikan dan Latihan Konsultan Hukum Pasar Modal Angkatan I/2002 di Lembaga Manajemen Keuangan dan Akuntansi Pasar Modal bekerja sama dengan Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal dan Bapepam, h. 10. Dalam Adrian Sutedi, *Op. Cit.*, hlm. 162.

Setidak-tidaknya ada tiga fungsi prinsip keterbukaan dalam pasar modal: Pertama, untuk memelihara kepercayaan publik terhadap pasar.²⁰ Kedua, prinsip keterbukaan berfungsi untuk menciptakan mekanisme pasar yang efisien.²¹ Ketiga, prinsip keterbukaan penting untuk mencegah penipuan (*fraud*) dalam rangka perlindungan terhadap investor.²² (garis bawah oleh peneliti)

(iii) Transaksi Ilegal di bidang Pasar Modal (*Unlawful Trading*)

Transaksi *insider trading* disebut sebagai transaksi ilegal di bidang Pasar Modal oleh karena transaksi ini dilakukan oleh orang-orang yang belum berhak terhadap informasi terhadap sekuritas yang diperdagangkan tersebut. Terkait dengan manfaat melakukan transaksi kepemilikan saham di pasar modal, pada dasarnya ada dua keuntungan yang diperoleh oleh pemodal dengan membeli atau memiliki saham, yaitu dividen dan *capital gain*.²³

Manfaat transaksi saham tersebut nilainya sangat berkaitan erat dengan informasi material dan aktivitas investor di pasar modal. Oleh karena itu, transaksi yang dilakukan dengan menggunakan informasi yang belum terbuka dapat merugikan publik dan dapat dikualifikasikan bertujuan menguntungkan diri sendiri (*self enrichment*). Hukum pasar modal memberikan porsi yang sangat penting terhadap perlindungan investor. Perlindungan ini terutama dilaksanakan melalui dua cara yaitu (a) melalui mekanisme transparansi informasi (*full disclosure principle*), dan (b) melalui aturan yang mencegah manipulasi pasar termasuk larangan *insider trading*.²⁴ Oleh karena itu, prinsip *full disclosure* atau keterbukaan atau transparansi informasi sangat berperan penting dalam transaksi di Pasar Modal.

Beberapa ciri atau karakteristik dari prinsip keterbukaan (transparansi) adalah (1) prinsip ketinggian derajat akurasi informasi, (2) prinsip kelengkapan informasi, serta (3) prinsip keseimbangan antara faktor positif dan faktor negatif.²⁵

Prinsip *full disclosure* ini adalah bentuk perlindungan investor yang dilakukan oleh pemerintah secara tidak langsung. Pemerintah atau otoritas pasar modal dalam hal ini pada prinsipnya hanya berusaha menjamin bahwa investor mendapat informasi selengkap dan sejelas mungkin. Otoritas pasar modal akan mewajibkan emiten untuk selalu memberikan informasi kepada masyarakat yang lengkap, jelas dan tepat waktu (*on time*).²⁶

Namun demikian, seperti juga kebanyakan regulasi yuridis terhadap suatu pranata hukum yang menyentuh langsung kepentingan masyarakat, keharusan *disclosure* bagi suatu perusahaan juga bergerak di antara suatu dilema. Di satu pihak kepentingan pihak masyarakat atau pihak-pihak lainnya perlu dilindungi dengan mengharuskan adanya keterbukaan informasi, tetapi di lain pihak sampai batas-batas tertentu kepentingan perseroan atau kepentingan organ-organnya juga perlu dilindungi dengan tidak terlalu

²⁰ Frank H. Easterbrook dan Daniel R. Fishel, "Mandatory, Disclosure and The Protection of Investors", *Virginia Law Review*, Vol. 70, No. 4, 1984, hlm. 296.

²¹ Lynn A. Stout, "The Unimportance of Being Efficient: An Economic Analysis of Stock Market Pricing and Securities Regulation", *Michigan Law Review*, Vol. 87, No. 3, Desember 1988, hlm. 612-613.

²² *Ibid.*

²³ Adrian Sutedi, *Op. Cit.*, hlm. 38-39.

²⁴ Budi Untung, *Op. Cit.*, hlm. 172.

²⁵ *Ibid.*, h. 99.

²⁶ Budi Untung, *Op. Cit.*, hlm. 173.

membuka diri terhadap pihak luar. Dan, seperti biasanya pula, titik equilibriumlah yang dicari oleh hukum, sehingga kepentingan-kepentingan para pihak tidak terlalu dikorbankan.

Secara tidak langsung berarti hukum membuka kemungkinan akan adanya kewajiban *disclosure* bagi suatu perseroan, tetapi hanya sampai batas-batas tertentu. Batas-batas tersebutlah yang perlu dijabarkan lebih lanjut dalam peraturan perundang-undangan dan sumber hukum lainnya. Adrian Sutedi merumuskan batas-batas sebagai pengecualian mengenai keterbukaan ini, yaitu: (1) jatuhnya laba perusahaan yang diyakini hasnya bersifat sementara dan tidak signifikansi, (2) informasi yang diduga keras yang *misleading*, dan (3) kontrak yang oleh pihak mitra mensyaratkan ketertutupan untuk periode tertentu.²⁷

Hal tersebut juga mendorong adanya doktrin *Informed Layman* ke dalam prinsip keterbukaan dalam suatu perseroan. Doktrin *Informed Layman* yang berasal dari dunia pasar modal ini mengajarkan bahwa standar utama tentang keterbukaan informasi adalah bahwa informasi yang tersedia harus jelas dan dapat dibaca dan dimengerti oleh orang biasa (*layman*).²⁸

Pelaku usaha sebagai subjek ekonomi senantiasa berupaya untuk memaksimalkan keuntungan dalam menjalankan kegiatan usahanya (*maximizing profit*). Memaksimalkan keuntungan akan diupayakan oleh pelaku usaha dengan berbagai cara, dan salah satu cara yang dapat ditempuh oleh pelaku usaha adalah dengan metode merger. Maksimalisasi keuntungan diharapkan dapat terjadi karena secara teori, merger dapat menciptakan efisiensi sehingga mampu mengurangi biaya produksi perusahaan hasil merger.

Berkaitan dengan tindak pidana *insider trading*, merger merupakan unsur yang terkategori sebagai informasi material, sebagaimana diatur dalam Penjelasan Pasal 1 Angka 7 UUPM juncto Pasal 6 huruf a Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan Atas Informasi Atau Fakta Material Oleh Emiten Atau Perusahaan Publik.

Kegiatan restrukturisasi perusahaan, sebagaimana Merger, akuisisi dan konsolidasi merupakan suatu topik bergengsi sekaligus krusial dalam hukum perseroan. Karena itu, Pasal 84 UUPM menghendaki agar setiap merger, akuisisi dan konsolidasi wajib mengikuti ketentuan mengenai keterbukaan, kewajaran dan pelaporan. Di samping itu, ketentuan keterbukaan untuk hal tersebut seperti yang ada dalam UUPT juga dianggap berlaku, antara lain menyangkut dengan kewajiban mengumumkan dalam surat kabar.²⁹

Insider trading dalam proses merger dapat dilakukan oleh orang perorangan maupun korporasi. Klasifikasi *insider trading* dalam proses merger yang dilakukan oleh masing-masing bentuk subjek hukum dapat dijelaskan sebagai berikut:

3. Subjek Hukum Orang Perorangan

Ketentuan *insider trading* dalam UUPM lebih disyaratkan kepada pelaku orang perorangan. *Insider* yang dimaksudkan dalam UUPM menyiratkan bahwa pelaku tindak pidana adalah orang-orang yang bertindak untuk dan atas namanya sendiri, meskipun tidak menutup kemungkinan *insider* merupakan bagian dari sebuah korporasi (perusahaan), tetapi

²⁷ Adrain Sutedi, *Op. Cit.*, hlm. 98-99.

²⁸ Munir Fuady, *Buku Ketiga, Op. Cit.*, hlm. 53.

²⁹ Adrian Sutedi, *Op. Cit.*, hlm. 115.

niat jahat dan perbuatannya adalah berasal dari dirinya sendiri. Oleh karena itu, perluasan karakteristik *insider* dan model transaksinya melalui pendekatan teori-teori, menjadi sebuah keuntungan untuk menjerat setiap pelaku *insider trading*.

Mengingat merger merupakan kegiatan yang memerlukan waktu cukup lama, terjadinya *insider trading* dapat diasumsikan dalam dua rentang waktu, yakni pada saat proses merger berlangsung dan pada saat proses merger telah berakhir. Keadaan tersebut memiliki konsekuensi yang berbeda, apabila *insider trading* terjadi pada saat proses merger sedang berlangsung, maka besar kemungkinan pihak lawan merger akan segera memberhentikan proses mergernya, karena adanya praktik curang tersebut. Pelaku *insider trading* tentu dapat diproses secara pidana sesuai dengan Undang-undang yang berlaku.

Pada intinya, *insider trading* yang dilakukan oleh orang perorangan memang berpengaruh terhadap pergerakan korporasi yang sedang merger atau sudah merger, sehingga berpotensi atas kerugian yang cukup signifikan. Ketentuan hukum positif pasar modal Indonesia sudah mengatur penjeratan terhadap tindak pidana tersebut, hanya saja perlu perluasan karakteristiknya. Sehingga beban terberatnya adalah terhadap pembuktian adanya tindak pidana *insider trading*.

4. Subjek Hukum Korporasi

Dalam hal *insider trading* dalam proses merger dilakukan oleh subjek hukum korporasi, maka berlaku prinsip-prinsip yang dianut oleh hukum perusahaan. *Fiduciary duty* yang berlaku apabila subjek hukum adalah korporasi dapat dipersempit yaitu hanya orang dalam (*insider*) yang memiliki kedudukan strategis di dalam sebuah perusahaan dan dapat bertindak untuk dan atas nama perusahaan. Dalam hal ini, organ perusahaan yang terdiri dari direksi, komisaris dan pemegang saham yang lebih dari 10%. Sehingga perbuatan yang dilakukan oleh *insider* tersebut merupakan niat jahat dan perbuatan dari korporasi.

Berangkat dari asumsi yang sama, yaitu terjadinya *insider trading* pada saat proses merger berlangsung dan pada saat proses merger telah berakhir. Dalam hal proses merger masih berlangsung, maka korporasi yang didakwa masih merupakan subjek hukum yang terpisah. Sehingga merger dapat segera diberhentikan dan korporasi yang diduga melakukan *insider trading* dapat segera diperiksa. Namun akan berbeda cerita apabila proses merger telah berakhir dan korporasi yang melakukan *insider trading* telah bergabung dengan korporasi lain, pemidanaan terhadap pelaku kejahatan korporasi menjadi samar dan berpotensi memperburuk ketidakadilan yang telah terjadi.

Perlu diperhatikan juga, bahwa asumsi rentang waktu kejadian ini juga berkaitan dengan proses penyelidikan dan penyidikan. Meskipun waktu terjadinya tindak pidana pasti tidak akan berubah, tetapi subjek hukum sebelum merger dan setelah mergerlah yang berubah. Perubahan subjek hukum ini merupakan hal yang cukup sulit bagi penegak hukum untuk menjatuhkan pidana. Sebagaimana yang sudah terurai, korporasi adalah subjek hukum oleh karena organ-organ perusahaan dan harta kekayaan saja.

Selain itu, pidana yang dijatuhkan terhadap korporasi juga belum diatur secara definitif dalam UUPM. Adapun dalam beberapa Undang-Undang yang sudah mengatur tentang pemidanaan korporasi, lebih banyak menjatuhkan pidana terhadap korporasi berupa denda dan sanksi-sanksi yang bersifat administratif, maka permasalahan berikutnya adalah tentang pengenaan denda terhadap aset yang sudah menggabung. Hal tersebut tentu

tidak mudah bagi pihak korporasi lainnya, lawan merger akan merasa dirugikan karena tidak memiliki sangkut paut dengan tindak pidana yang dilakukan korporasi tersebut.

Kemungkinan terburuk lainnya adalah berdasarkan prinsip itikad baik yaitu segala sesuatu yang didasari dengan tindak pidana atau itikad tidak baik menjadi batal demi hukum. Dengan adanya *insider trading* dalam proses merger, keberadaan korporasi kombinasi yang telah lahir tersebut menjadi tidak sah dan batal demi hukum. Hal tersebut menjadi tidak adil bagi pihak korporasi lain yang melakukan merger dengan itikad baik dan sudah menerapkan asas *prudential*. Meskipun tidak adil bagi lawan merger, tetapi apabila tidak dibatalkan juga tidak adil bagi masyarakat yang lebih luas atau publik. Belum juga diperhitungkan adanya pihak ketiga lainnya yang tidak ikut tersangkut melakukan tindak pidana tersebut tetapi menjadi turut merasakan kerugian akibat dibatalkannya merger, misalnya korporasi lain yang menjalin kerjasama dengan korporasi hasil merger, buruh, dan lain sebagainya. Oleh karena karakteristiknya, tindak pidana yang dilakukan korporasi ini dapat dikategorikan sebagai kejahatan korporasi.

5. *Economic Analysis of Law* terhadap Pidanaan *Insider Trading* dalam Proses Merger Sebagai Kejahatan Korporasi

Larangan *insider trading*, antara lain bertujuan agar tercipta pasar modal yang sehat melalui penetapan harga pasar yang wajar. Dengan *insider trading*, berarti terjadi pembocoran informasi oleh orang dalam perusahaan yang belum di *disclosure* (diungkapkan) kepada publik. *Insider trading* dilarang karena dapat membahayakan dan menimbulkan kerugian terhadap pihak-pihak tertentu, antara lain berbahaya bagi mekanisme pasar yang efisien dan *fair*. Pasar yang *fair* merupakan pasar di mana semua anggota pasar diperlakukan sama dan adil.³⁰

Kegiatan yang pesat di bidang ekonomi, menurut sebagian masyarakat, menyebabkan peraturan yang ada di bidang perekonomian tidak lagi dapat mengikuti dan mengakomodir kebutuhan hukum di bidang ini sehingga dibutuhkan aturan yang baru di bidang hukum ekonomi.³¹ Kajian *Economic Analysis of Law* merupakan alat yang tepat untuk menganalisa tingkat efisiensi sebuah pasar modal, khususnya mengukur pidanaan terhadap *insider trading* dalam proses merger, mengingat lebih banyak menitikberatkan pada efisiensi.

Insider Trading adalah praktik jual beli sekuritas dari suatu perusahaan secara melawan hukum dengan memanfaatkan keuntungan dari informasi rahasia menyangkut segala sesuatu tentang perusahaan yang bersangkutan, yang diperoleh dari seseorang yang karena kedudukannya mempunyai hubungan atau akses ke perusahaan tersebut, seorang pemilik 10% atau lebih saham yang diterbitkan oleh Emiten atau penerbit sekuritas yang terdaftar di bursa efek, direktur atau karyawan dari Emiten termasuk konsultannya yang mengetahui informasi tentang persoalan perusahaan.³²

³⁰ *Ibid*, hlm. 125-126.

³¹ *Ibid*, hlm. 131.

³² Hamud M. Balfas, *Tindak Pidana Pasar Modal dan Pengawasan Perdagangan di Bursa*, hlm. 86.

Nampaknya akan sangat relevan untuk mengkaji praktek hukum pasar modal melalui penerapan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (selanjutnya disingkat GCG), yang dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan dalam hal penerapan GCG di pasar modal sebagai lingkungan korporasi yang paling maju dalam penerapan GCG.

Prinsip GCG yang melarang *Insider Trading* perlu berkesesuaian dengan pengaturan bersifat represif maupun preventif. *Insider trading* merupakan salah satu tindak pidana pasar modal yang cukup sulit pembuktiannya, karena modus operandinya yang canggih. Misalnya, modus operandi *misleading information* atau *insider trading* dalam *Initial Public Offering* (IPO) merupakan hal yang baru dan belum ada pengaturannya. Selain itu, kendala lain dalam pembuktian tindak pidana *insider trading* dapat juga terdapat dalam sulitnya penelusuran aliran dana, penelusuran atas *nominee* asing, akses terhadap *beneficial owner* di negara-negara *tax heaven*, serta keterbatasan sumber daya.

Korporasi sebagai badan hukum sudah tentu memiliki identitas hukum tersendiri. Identitas hukum suatu korporasi atau perusahaan terpisah dari identitas hukum para pemegang sahamnya, direksi, maupun organ-organ lainnya. Dalam kaidah hukum perdata (*civil law*), jelas ditetapkan bahwa suatu korporasi (dalam penelitian ini Perseroan Terbatas Terbuka yakni badan hukum) merupakan subjek hukum perdata dapat melakukan aktivitas jual beli, dapat membuat perjanjian atau kontrak dengan pihak lain, serta dapat menuntut dan dituntut di pengadilan dalam hubungan keperdataan.

Namun sampai saat ini, konsep pertanggungjawaban pidana oleh korporasi sebagai pribadi (*corporate criminal liability*) merupakan hal yang masih mengundang perdebatan. Banyak pihak yang tidak mendukung pandangan bahwa suatu korporasi yang wujudnya semu dapat melakukan suatu tindak kejahatan serta memiliki *criminal intent* yang melahirkan pertanggungjawaban pidana. Disamping itu, mustahil untuk dapat menghadirkan di korporasi dengan fisik yang sebenarnya dalam ruang pengadilan dan duduk di kursi terdakwa guna menjalani proses peradilan.

Baik dalam sistem hukum *common law* maupun *civil law*, sangat sulit untuk dapat mengatribusikan suatu bentuk tindakan tertentu (*actus reus* atau *guilty act*) serta membuktikan unsur *mens rea* (*criminal intent* atau *guilty mind*) dari suatu entitas abstrak seperti korporasi. Di Indonesia, meskipun undang-undang diatas dapat dijadikan sebagai landasan hukum untuk membebaskan *criminal liability* terhadap korporasi, namun Pengadilan Pidana sampai saat ini terkesan enggan untuk mengakui dan mempergunakan peraturan-peraturan tersebut. Hal ini dapat dilihat dari sedikitnya kasus-kasus kejahatan korporasi di pengadilan dan tentu saja berdampak pada sangat sedikitnya keputusan pengadilan berkaitan dengan kejahatan korporasi.³³

Pertanggungjawaban pidana korporasi dianggap sebagai sesuatu yang penting, sehingga Ketua Penyusunan RUU KUHP, Prof. Dr. Muladi menyatakan bahwa Pasal 44 s/d 49 mengatur tentang "*corporate criminal liability*". Dengan dimasukkannya hal tersebut berarti bahwa bentuk pertanggungjawaban pidana terhadap korporasi berlaku umum untuk semua delik, termasuk yang berada di luar KUHP³⁴.

³³ L.C Soesanto, Universitas Diponegoro, *The Spectrum of Corporate Crime in Indonesia*, <http://www.aic.gov.au/publications/proceedings/12/soesanto.pdf>.

³⁴ http://www.djpp.depukumham.go.id/Beberapa_Catatan_Tentang_RUU_KUHP.htm.

Dikemukakan bahwa sistem perumusan yang digunakan didasarkan atas Teori Identifikasi, jadi bukan atas dasar "*vicarious liability*". Hal ini dapat disimpulkan dari Pasal 47 RUU KUHP yang menyatakan bahwa pertanggungjawaban pidana pengurus korporasi dibatasi sepanjang pengurus mempunyai kedudukan fungsional dalam struktur organisasi korporasi³⁵. Kedua pakar tersebut berpendapat bahwa hal yang masih perlu diatur adalah pedoman kapan korporasi bisa dipertanggungjawabkan. Kemudian menurut Prof. Dr. Muladi, Pasal 18 *Council of Europe Criminal Law Convention on Corruption* (1999) dapat dijadikan pedoman, dimana dinyatakan:

"...that legal persons can be held liable for the criminal offences ... Committed for their benefit by any natural person, acting either individually or as part of an organ of the legal person, who has a leading position within the legal person, based on: a power of representation of the legal person; or an authority to decisions on behalf of the legal person; or an authority to exercise control within the legal person; as well as for involvement of such a natural person as accessory or instigator in the above-mentioned offences."³⁶

Negara-negara *common law* seperti Amerika Serikat yang telah mempunyai standar yang jelas untuk menentukan apakah seorang direktur dapat dimintai pertanggungjawabannya dalam tindakan yang diambilnya, yaitu didasarkan pada standar *duty of loyalty* dan *duty of care*. Kewajiban utama dari direktur adalah kepada perusahaan secara keseluruhan bukan kepada pemegang saham baik secara individu maupun kelompok.³⁷ Sesuai dengan posisi seorang direktur sebagai sebuah *trustee* dalam perusahaan. Posisi ini mengharuskan seorang direktur untuk tidak bertindak ceroboh dalam melakukan tugasnya (*duty of care*).³⁸ Selain itu dalam melakukan tugasnya tersebut seorang direktur tidak boleh mengambil keuntungan untuk dirinya sendiri atas perusahaan (*duty of loyalty*).³⁹ Pelanggaran terhadap kedua prinsip tersebut dalam hubungannya dengan *Fiduciary Duty* dapat menyebabkan direktur untuk dimintai pertanggung jawaban hukumnya secara pribadi terhadap perbuatan yang dilakukannya, baik kepada para pemegang saham maupun kepada pihak lainnya.⁴⁰

Doktrin atau prinsip *fiduciary duty* ini dapat kita jumpai dalam UUPT. Sebagaimana tertuang dalam Pasal 98 ayat (1) UUPT menyatakan, bahwa Direksi bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan untuk kepentingan dan tujuan perseroan serta mewakili perseroan baik di dalam maupun di luar pengadilan. Sedangkan Pasal 92 UUPT menetapkan bahwa setiap anggota Direksi wajib dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab menjalankan tugas untuk kepentingan dan usaha Perseroan. Pelanggaran terhadap hal ini dapat menyebabkan Direksi bertanggung jawab penuh secara pribadi apabila yang bersangkutan bersalah atau lalai menjalankan tugasnya tersebut. Jika kita

³⁵ Arief Barda Nawawi, *Kapita Selektia Hukum Pidana*, 2003, hlm. 231 - 233.

³⁶ http://www.djpp.depkmham.go.id/Beberapa_Catatan_Tentang_RUU_KUHP.htm.

³⁷ Janet Dine, *Company Law - Sweet & Maxwell's Textbook Series*, Sweet & Maxwell, 2001, hlm. 217.

³⁸ Denis Keenan & Josephine Biscare, *Smith & Keenan's Company Law For Students*, Financial Times, Pitman Publishing, 1996, hlm. 317.

³⁹ Joel Seligman, *Corporations Cases and Materials*, Little Brown and Company Boston New York Toronto London, 1995.

⁴⁰ Philip Lipton dan Abraham Herzberg, *Understanding Company Law*, Brisbane, The Book Law Company Ltd, 1992, hlm. 342.

menghubungkannya dengan *identification theory* dalam wacana *common law* sebagaimana telah diuraikan diatas, kesalahan yang dilakukan oleh anggota direksi atau pejabat korporasi lainnya hanya dapat dibebankan pada korporasi jika memenuhi syarat: i) tindakan yang dilakukan oleh mereka berada dalam batas tugas atau instruksi yang diberikan pada mereka, ii) bukan merupakan penipuan yang dilakukan terhadap perusahaan, iii) dimaksudkan untuk menghasilkan atau mendatangkan keuntungan bagi korporasi. Dengan kata lain, jika salah satu syarat ini tidak dipenuhi, maka kesalahan tersebut tidak dapat dipikul oleh korporasi, namun harus dipikul secara pribadi.

Berkaitan dengan tindakan anggota direksi atau pejabat korporasi yang mengambil tindakan untuk kepentingan dan keuntungan bagi korporasi, terdapat pula doktrin dalam hukum korporasi yang melindungi para direktur yang beritikad baik tersebut sebagaimana terdapat dalam teori *Business Judgment Rule* yang merupakan salah satu teori yang sangat populer untuk menjamin keadilan bagi para direktur yang mempunyai itikad baik. Penerapan teori ini mempunyai misi utama, yaitu untuk mencapai keadilan, khususnya bagi para direktur sebuah perusahaan terbatas dalam melakukan suatu keputusan bisnis.⁴¹

Suprpto menyatakan bahwa hukuman yang dapat dikenakan pada perusahaan adalah:

1. Penutupan seluruhnya atau sebagian perusahaan si terhukum untuk waktu tertentu
2. Pencabutan seluruh atau sebagian *fasiliteit* tertentu yang telah atau dapat diperolehnya dari pemerintah oleh perusahaan selama waktu tertentu.
3. Penempatan perusahaan di bawah pengampunan selama waktu tertentu.⁴²

Berdasarkan uraian tersebut, Muladi menyatakan bahwa pidana penjara, dan pidana mati tidak dapat dijatuhkan dan dikenakan pada korporasi. Sanksi yang dapat dijatuhkan pada korporasi adalah:

- a. Pidana denda.
- b. Pidana tambahan berupa pengumuman putusan pengadilan.
- c. Pidana tambahan berupa penutupan seluruhnya atau sebagian perusahaan, tindakan administratif berupa pencabutan seluruhnya atau sebagian fasilitas tertentu yang telah atau dapat diperoleh perusahaan dan tindakan tata tertib berupa penempatan perusahaan di bawah pengampunan yang berwajib.
- d. Sanksi perdata (ganti kerugian).⁴³

Economic Analysis of Law dilatarbelakangi oleh varian etika utilitarian yang modern yang banyak mengemukakan argumen efisiensi. *Economic Analysis of Law* dapat dilakukan dalam penelitian normatif yang lebih fokus dalam merumuskan formula untuk mencapai efisiensi. *Normative analysis asks how the law can be improved to better achieve the goal of*

⁴¹ Teori *Business judgment rule* mengalami perkembangannya sebagai yurisprudensi dalam Prinsip Common Law di Amerika dimulai dengan keputusan Louisiana Supreme Court, dalam kasus Percy V Millaudon pada tahun 1829. Lihat Dennis J. Block, Nancy R. Barton dan Stephen A. Radin, *The Business judgment Rule Fiduciary Duties of Corporate Directors*, Prentice Hall law & Business, Third edition, 1990, hlm. 4.

⁴² Suprpto, *Hukum Pidana Ekonomi Ditinjau dalam Rangka Pembangunan Nasional, Disertasi*, Widjaja, Jakarta, 1963, hlm. 73, dalam Muladi dan Dwidja Priyatno, *Op. Cit.*, hlm. 159.

⁴³ *Ibid*, hlm. 162.

efficiency.⁴⁴ Dalam mencapai efisiensi tersebut dapat direfleksikan dari peraturan perundang-undangan yang ada sudah memadai atau tidak. Salah satu eksponen pokok dari utilitarianisme ini adalah Richard Posner (1983, 1998), seorang ahli hukum Amerika dan juga salah satu pendiri gerakan hukum dan ekonomi menyatakan, "*The efficient society is wealthier than the inefficient – that is what efficiency means...*"⁴⁵

Berdasarkan pendapat tersebut, akibat tindak pidana *insider trading* dalam proses merger yang tidak efisien, dan berdampak merugikan publik maka pemidanaan yang dapat dijatuhkan bukan sekedar denda saja. Konsep pidana tambahan dalam KUHP dapat diberlakukan dengan pengaturan yang lebih disesuaikan dengan bidang pasar modal. Sebagaimana diatur mengenai Pencabutan hak-hak tertentu, dapat disesuaikan dengan pencabutan hak-hak yang membuat sebuah korporasi dapat bertindak selaku subjek hukum, misalnya ijin-ijin beroperasi. Intensitasnya juga dapat disesuaikan dengan waktu pencabutan, bersifat sementara atau mutlak.

C. Penutup

Karakteristik tindak pidana *insider trading* dalam proses merger memenuhi tiga unsur esensi yaitu adanya orang dalam (*insider*), adanya informasi material yang belum dipublikasikan secara umum dan, adanya transaksi berdasarkan informasi material tersebut. Namun ternyata masih terdapat karakteristik lain *insider trading* yang didapatkan dari teori *Fiduciary Duty* dan teori *Misappropriation*, yaitu: adanya penyalahgunaan, informasi yang belum terbuka, orang dalam dan/atau orang yang memiliki akses terhadap informasi tersebut, transaksi ilegal hingga untuk tujuan kepentingan pribadi dan kelompoknya. *Insider trading* dalam proses merger juga dapat dilakukan oleh subjek hukum baik orang perorangan maupun korporasi. Dalam hal dilakukan oleh korporasi dapat dikategorikan sebagai kejahatan korporasi.

Pemidanaan terhadap *Insider Trading* dalam Proses Merger sebagai kejahatan korporasi belum diatur secara definitif. Namun dengan menggunakan pendekatan perbandingan dan *Economic Analysis of Law* bermanfaat untuk menentukan *specific punishment* atau pemidanaan yang efisien. Adapun *specific punishment* yang menjadi hasil penelitian ini adalah: pidana denda, pidana tambahan dalam KUHP dengan pengaturan yang lebih disesuaikan dengan bidang pasar modal, yakni pencabutan hak-hak tertentu, dapat disesuaikan dengan pencabutan hak-hak yang membuat sebuah korporasi dapat bertindak selaku subjek hukum, misalnya ijin-ijin beroperasi. Intensitasnya juga dapat disesuaikan dengan waktu dan jenis pencabutan, bersifat sementara atau mutlak.

Insider trading dalam proses merger sebagai kejahatan korporasi berdampak pada kerugian masyarakat termasuk wibawa Negara dalam kepastian hukum menjamin kesejahteraan rakyatnya. Oleh karena itu, saran yang diberikan dapat dijabarkan sebagai berikut:

- a. Perlu adanya pengaturan yang lebih detail untuk menjerat pelaku *insider trading*, khususnya dalam proses merger. Pengaturan yang dimaksud diharapkan dapat

⁴⁴ Thomas J. Miceli, *The Economic Approach to Law, Second Edition*, Stanford University Press, Stanford, California, 2009, hlm. 2.

⁴⁵ Richard Posner, *The Economics of Justice*, Harvard University Press, Cambridge, MA and London, 1983, hlm. 205.

memperkaya karakteristik *insider trading* yang sudah berkembang jauh dari tahun 1995, misalnya dapat dikaji dari modus operandi maupun pendekatan teori mengenai *insider trading*, serta studi komparatif yang turut mempertimbangkan teori-teori yang berlaku di Negara dengan pengaturan tentang pasar modal yang lebih baik.

- b. Pemberian sanksi pidana yang setimpal untuk pelaku *insider trading*. Mengingat hasil tindak pidana *insider trading* memberikan keuntungan yang jumlahnya berkali-kali lipat dari sanksi pidana UUPM dan memiliki dampak kerugian publik yang besar. Pengaplikasian *Economic Analysis of Law* dalam pertimbangan pemidanaan terhadap *insider trading* dalam proses merger sebagai kejahatan korporasi, agar dapat memberikan pemidanaan yang efisien dan tepat guna, sehingga tercapai perlindungan terhadap investor dan dapat menciptakan pasar modal yang efisien.

Daftar Pustaka

- Ali, Mahrus. *Asas-asas Hukum Pidana Korporasi*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada. 2013.
- Anson, William R. *Principles of the Law of Contract* 85. Arthur L. Corbin ed., 3d Am. ed. 1919.
- Arief, Barda Nawawi. *Bunga Rampai Kebijakan Hukum Pidana (Perkembangan Penyusunan Konsep KUHP Baru)*. Edisi Kedua. Cetakan Ke-3. Jakarta: Kencana Prenada Media Group. 2011.
- Arief, Barda Nawawi. *Tindak Pidana Pencucian Uang dan Tindak Pidana Lainnya yang Terkait*, *Jurnal Hukum Bisnis Vol. 22 No. 3*. Jakarta: Yayasan Pengembangan Hukum Bisnis. 2003.
- Asikin, Zainal. *Hukum Dagang*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada. 2014.
- Atmasasmita, Romli. *Pengantar Hukum Kejahatan Bisnis*. Jakarta: Kencana. 2003.
- Atmasasmita, Romli. *Teori dan Kapita Selekt Kriminologi*. Bandung: Refika Aditama. 1992.
- Balfas, Hamud M. *Tindak Pidana Pasar Modal dan Pengawasan Perdagangan di Bursa*.
- Black, Henry Campbell. *Black's Law Dictionary (Fifth Edition)*. St. Paul Minn: West Publishing Co. 1979.
- Block, Dennis J. dan Nancy R. Barton dan Stephen A. Radin. *The Business judgment Rule Fiduciary Duties of Corporate Directors*. Prentice Hall Law & Business. Third edition. 1990.
- Carty, F. William Mc. *The Legal Environment of Business*. Irwin, Homewood. 1990.
- Cheeseman, Henry R. *Business Law: The Legal, Ethic and International Environment (Second Edition)*. Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey. 1995.
- Clark, Robert Charles. *Corporate Law*. Boston & Toronto: Little, Brown and Company. 1986.
- D., Sudjono. *The Control of Crime Hukuman dalam Perkembangan Hukum Pidana*. Bandung: Tarsito. 1974.
- Dine, Janet. *Company Law - Sweet & Maxwell's Textbook Series*. Sweet & Maxwell. Macmillan Press Ltd. 2001.
- Djalil, Sofyan A. *Manipulation and Insider Trading, Makalah Pendidikan dan Pelatihan Bagi Profesi Penunjang Untuk Konsultan Hukum Pasar Modal - Angkatan VII*, Jakarta: LMKA - BPLK. 1996.
- Fuady, Munir. *Hukum Bisnis Dalam Teori dan Praktek, Buku Kesatu*, Bandung: PT Citra Aditya Bakti. 1996.
- Garner, Bryan A. *Black's Law Dictionary (Tenth Edition)*, St. Paul: Thompson Reuters. 2014.
- Ginting, Elyta Ras. *Hukum Anti Monopoli Indonesia*, Bandung: Citra Aditya Bakti. 2001.
- Gisymar, Najib A. *Insider Trading dalam Transaksi Efek*. Bandung: Citra Aditya Bakti. 1999.
- Gross, Hyman. *A Theory of Criminal Justice*. New York: Oxford University Press. 1979.

- Hamzah, Andi. *Sistem Pidana dan Pemidanaan Indonesia dari retribusi ke reformasi*, Jakarta: Pradnya Paramita. 1985.
- Hartoko W., Evaristus. *Good Corporate Governance in Indonesia: An Overview, Griffin's View on International and Comparative Law, Volume 3 Number 1. January 2002.*
- Herawatie, Hadiyah. *Catatan Ringkas Mengenai Beberapa Bentuk Pelanggaran di Pasar Modal*, Jakarta: Biro Hukum dan PUU Sekretariat Kabinet RI.
- Hurd. *Insider Trading and Foreign Bank Secrecy*. Am.Bus. J. Vol 24. 1996.
- Ilmar, Aminuddin. *Hukum Penanaman Modal di Indonesia*. Jakarta: Kencana. 2007
- Jones, Alison and Brenda Surfin. *EC Competition Law, Text, Cases, and Materials*. New York: Oxford University Press. 2004.
- Karmel, R. S, 'Outsider Trading on Confidential Information – A Breach in Search of a Duty'. *Cardozo Law Review* 20(1). 1998.
- Kartanegara, Satochid. *Hukum Pidana Bagian Satu*. Jakarta: Balai Lektur Mahasiswa.
- Keenan, Denis dan Josephine Biscare. *Smith & Keenan's Company Law For Students*. Financial Times. Pitman Publishing. 1996.
- Koesoemahatmadja, Ety Utju R. *Hukum Korporasi. Penegakan Hukum Terhadap Pelaku Economic Crimes dan Perlindungan Abuse of Power*. Jakarta: Ghalia Indonesia. 2011.
- Komadar, Bushan J. *Journal: The Raise and Fall of a Major Financial Instrument*. University of Westminster, 2007.
- Kristian, *Kejahatan Korporasi di Era Modern & Sistem Pertanggungjawaban Pidana Korporasi. Buku Satu*. Bandung: PT. Refika Aditama. 2016.
- Lipton, Philip dan Abraham Herzberg. *Understanding Company Law*. Brisbane: The Book Law Company Ltd. 1992.
- McGee, Robert W. *Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory, Journal of Business Ethics*. DOI 10.1007/s10551-009-0068-2. Springer. 2009.
- Moeljatno. *Kitab Undang-Undang Hukum Pidana. Cet. 29*. Jakarta: Bumi Aksara. 2011.
- Muladi dan Dwidja Priyatno. *Pertanggungjawaban Pidana Korporasi. Edisi Revisi*. Jakarta: Kencana Prenadamedia Group. 2010.
- Nasarudin, M. Irsan, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group. 2004.
- Olson. *Recent Insider Trading Developments: The Search for Clarify*. 85 Northwestern University Law Review 715. 1991.
- Posner, Richard A. *Economic Analysis of Law, 7 th ed.*, New York: Aspern Publishers.
- Prakoso, Djoko. *Hukum Penitensier di Indonesia*, Yogyakarta: Liberty. 1988.
- Prasetya, Rudhi. *Perseroan Terbatas Teori dan Praktek, Ed. 1, Cet. 4*, Jakarta: Sinar Grafika. 2016.
- Prodjodikoro, Wirjono. *Asas-Asas Hukum Pidana di Indonesia*. Bandung: PT. Refika Aditama. 2003.
- Rahardjo, Satjipto. *Ilmu Hukum*. Bandung: Citra Aditya Bakti. 2000.
- Rajagukguk, Erman. *Anti Pencucian Uang: Suatu Study Perbandingan Hukum*. Jurnal Hukum Bisnis Vol. 16. 2001.
- Ratner, David L., et.al. *Securities Regulation*. St. Paul Minn: West Publishing Co. 1992.
- Reksodiputro, Mardjono. *Kemajuan Pembangunan Ekonomi dan Kejahatan*. Jakarta: Lembaga Kriminologi Universitas Indonesia. 1997.
- Remmelink, Jan. *Hukum Pidana, Komentar atas Pasal-Pasal Terpenting dari Kitab Undang-Undang Hukum Pidana Belanda dan Padanannya dalam Kitab Undang-Undang Hukum Pidana Indonesia*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama. 2003.
- Ruru, Emmy Y. dalam penyelenggaraan Pendidikan dan Latihan Konsultan Hukum Pasar Modal Angkatan I/2002 di Lembaga Manajemen Keuangan dan Akuntansi Pasar

- Modal bekerja sama dengan Himpunan Konsultan Hukum Pasar Modal dan Bapepam. 2002.
- Salbu, S. R. 'A Legal and Economic Analysis of Insider Trading: Establishing an Appropriate Sphere of Regulation', *Business & Professional Ethics Journal* 8(2). 1989.
- Saleh, Roeslan. *Perbuatan Pidana dan Pertanggungjawaban Pidana*. Jakarta: Aksara Baru. 1983.
- Salinger, Lawrence M. *Encyclopedia of White-Collar & Corporate Crime Volume 1*. Thousand Oaks, California, United States of America: Sage Publications, Inc. 2005.
- Santoso, Topo dan Eva Achjani Zulfa. *Kriminologi. Cetakan ke-15*. Jakarta: PT Rajagrafindo Persada. 2015.
- Scott, Charity. *Caveat Vendor: Broker-Dealer Liability Under the Securities Exchange Act*. *Securities Regulation Law Journal*. Vol. 17. 1989.
- Seligman, Joel. *Corporations Cases and Materials*. New York Toronto London: Little Brown and Company Boston. 1995.
- Setiyono. *Kejahatan Korporasi. Analisis Viktimologis dan Pertanggungjawaban Korporasi dalam hukum pidana Indonesia*. Malang: Averroes Press. 2002.
- Simpson, Sally S. *Strategy, Structure and Corporate Crime, 4 Advances in Criminological Theory*. 1993.
- Soetikno. *Filsafat Hukum Bagian I*. Jakarta: PT. Pradnya Paramita. 2008.
- Sugianto, Fajar. *Butir-Butir Pemikiran Dalam Sejarah Intelektuil Dan Perkembangan Akademik Hukum Dan Ekonomi, Jurnal Ilmu Hukum, Vol. 10, No. 19. Pebruari 2014*.
- _____. *Economic Analysis of Law. Seri Analisis Ke-ekonomian tentang Hukum. Seri I Pengantar. Edisi Revisi*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group. 2013.
- _____. *Economic Approach to Law. Seri Analisis Ke-ekonomian tentang Hukum. Seri II. Edisi Pertama*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group. 2013.
- Sumanto. *Analisis Pengembangan Ekonomi atas Hukum di Indonesia Ragam Jurnal Pengembangan Humaniora Vol. 8 No. 2, Agustus 2008*.
- Supancana, Ida Bagus Rahmadi. *Kerangka Hukum dan Kebijakan Investasi Langsung di Indonesia*. Bogor: Ghalia Indonesia. 2006.
- Sutedi, Adrian. *Hukum Perbankan: Suatu Tinjauan Pencucian Uang, Merger, Likuidasi, dan Kepailitan*. Jakarta : Sinar Grafika. 2010.
- Sutedi, Adrian. *Segi-Segi Hukum Pasar Modal*, Bogor: Ghalia Indonesia. 2009.
- Untung, Budi. *Hukum Bisnis Pasar Modal*. Yogyakarta: Penerbit ANDI. 2011.
- V.S. Khanna. *Corporate Criminal Liability: What Purpose Does It Serve?* 109 Harv. L.Rev. 1477. The Harvard Law Review Association. 1996.
- Vagts, Detlev F. *Basic Corporation Law Materials-Cases Text*. New York: The Foundation Press Inc. 1989.
- Winters, Jeffrey A. *Power in Motion, Modal Berpindah, Modal Berkuasa*. Jakarta: Pustaka Sinar Harapan. 1999.
- Woelfel, Charles J. *Encyclopedia of Banking and Finance*. Norwolk: Probus Publishing Company and Toppen Company Pte. Limited. 1994.
- Yustiavandana, Ivan, Arman Nefi dan Adiwarmarman. *Tindak Pidana Pencucian Uang di Pasar Modal*. Bogor: Ghalia Indonesia. 2014.