



INNOVATIVE: Journal Of Social Science Research

Volume 5 Nomor 4 Tahun 2025 Page 4225-4240

E-ISSN 2807-4238 and P-ISSN 2807-4246

Website: <https://j-innovative.org/index.php/Innovative>

Reformulasi Pengaturan Subjek Hukum *Tippee* dalam Sistem Hukum Pasar Modal Indonesia

Johan Tri Noval Hendrian Tombi^{1✉}, Kandi Kirana Larasati², Ulil Amri³, Gusti Fadhil Fithrian
Luthfan⁴, Fera Wulandari Fajrin⁵, Kalen Sanata⁶

Universitas Mulawarman

Email: johantrinoval@fh.unmul.ac.id^{1✉}

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis urgensi reformulasi hukum terkait cakupan subjek hukum *tippee* dalam Undang-Undang Pasar Modal. Metode yang digunakan adalah yuridis normatif dan pendekatan perbandingan hukum. Hasil penelitian ditemukan bahwa regulasi yang ada belum menjangkau dinamika transaksi digital dan pola penyebaran informasi yang kompleks. Studi ini menawarkan pendekatan baru dengan mengadopsi prinsip *constructive knowledge* dan teori *misappropriation* untuk memperluas tanggung jawab hukum terhadap pihak yang "*seharusnya tahu*" mengenai sifat informasi yang diperoleh. Temuan ini menegaskan bahwa reformulasi pengaturan hukum terhadap *tippee pasif* menjadi langkah strategis untuk memperkuat *integritas pasar*, memperbaiki mekanisme pembuktian, dan mengatasi *asimetri informasi* dalam praktik *insider trading* kontemporer.

Kata Kunci: *Insider Trading, Pasar Modal, Tippee*

Abstract

This study aims to analyze the urgency of reformulating the legal scope of tippee liability under the Indonesian Capital Market Law. The research employs a normative juridical method combined with a comparative legal approach. The findings reveal that existing regulations have not yet addressed the dynamics of digital transactions and the increasingly complex patterns of information dissemination. This study proposes a novel legal approach by adopting the principles of constructive knowledge and the misappropriation theory to expand legal liability to parties who, objectively, "should have known" the illicit nature of the information received. The results underscore that reformulating legal provisions concerning passive tippees is a strategic step to strengthen market integrity, improve evidentiary mechanisms, and address information asymmetry in contemporary insider trading practices.

Keywords: Insider Trading, Capital Market, Tippee

PENDAHULUAN

Pasar modal memainkan peran strategis dalam perekonomian modern sebagai sumber pembiayaan alternatif dan sarana investasi publik yang berlandaskan pada prinsip keterbukaan, efisiensi, dan keadilan. Karakteristik pasar modal yang sangat sensitif terhadap informasi, volatilitas harga, dan asimetri informasi menjadikannya sebagai salah satu sektor yang sarat dengan risiko hukum (*legal risk*) dan ekonomi (Puspa Permata & Ghoni, 2019). Oleh karena itu, keberadaan sistem regulasi yang kuat dan komprehensif menjadi prasyarat utama guna menjamin terciptanya keadilan, transparansi, dan efisiensi dalam aktivitas pasar modal.

Guna mendukung peran strategis serta risiko hukum tersebut Pemerintah telah mengatur seperangkat Peraturan perundang-undangan meliputi Undang - Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM), Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang OJK (UU OJK), serta Peraturan OJK (POJK) dan Surat Edaran OJK (SEOJK) sebagai pedoman teknis. Kendati demikian kemajuan teknologi informasi dan semakin eratnya integrasi ekonomi global telah memperumit dinamika transaksi di pasar modal, termasuk meningkatnya risiko terjadinya manipulasi keuangan oleh emiten (Pratama & Aminah, 2025). Manipulasi tersebut kerap dilakukan oleh pihak manajemen perusahaan guna menyajikan laporan keuangan yang terlihat lebih baik dari kondisi sebenarnya, dengan maksud memengaruhi persepsi investor. Tindakan semacam ini tidak hanya berpotensi merugikan investor, tetapi juga dapat mengganggu stabilitas pasar dan mengikis kepercayaan publik terhadap integritas sistem keuangan (Kosasih & Astawa, 2025).

Salah satu isu sentral yang masih menjadi tantangan serius dalam penyelenggaraan pasar modal nasional adalah persoalan *market integrity*, khususnya terkait praktik *insider*

trading atau transaksi berdasarkan informasi orang dalam. *Insider trading* terjadi ketika pihak yang memiliki akses terhadap informasi material yang belum tersedia bagi publik, memanfaatkannya untuk memperoleh keuntungan atau menghindari kerugian dalam transaksi efek (Haidar, 2015).

Sejalan dengan hal tersebut praktik insider trading memiliki dampak negatif terhadap pasar modal karena menciptakan ketimpangan informasi antara pelaku pasar. Ketika hanya pihak tertentu yang mengetahui informasi penting yang belum diumumkan ke publik, maka proses pembentukan harga saham menjadi tidak adil dan menyesatkan (Pyo, 2022). Hal ini merugikan investor lain, menurunkan kepercayaan publik terhadap pasar, dan dalam jangka panjang dapat mengurangi minat masyarakat untuk berinvestasi. Selain itu, insider trading juga merugikan emiten karena informasi internal yang seharusnya bersifat rahasia dimanfaatkan oleh pihak lain untuk keuntungan pribadi, yang pada akhirnya dapat menurunkan reputasi dan nilai saham perusahaan. Dampak yang timbul bukan hanya berupa kerugian finansial bagi investor, tetapi juga pelanggaran terhadap hak perusahaan atas informasi yang dilindungi (Clementino Moningga & Gunadi, 2023). Oleh sebab itu, pelarangan insider trading penting untuk menjaga keadilan, keterbukaan, dan keberlangsungan pasar modal (Adzan Syazali et al., 2022).

Mengenai *Insider Trading* telah diatur dalam Pasal 95 UUPM dimana dinyatakan bahwa orang dalam dari Emiten atau Perusahaan Publik yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas Efek: a) Emiten atau Perusahaan Publik dimaksud; atau b) perusahaan lain yang melakukan transaksi dengan Emiten atau Perusahaan Publik yang bersangkutan. Pelanggaran atas Pasal 95 UUPM tersebut Pasal 104 UUPM mengatur bahwa setiap pihak diancam dengan pidana penjara paling lama 10 (sepuluh) tahun dan denda paling banyak lima belas juta rupiah.

Meskipun telah diatur dalam UUPM, pengaturan terhadap *insider trading* masih menghadapi tantangan serius dalam penegakannya, salah satu hal yang menjadi permasalahan adalah cakupan subjek hukum yang dapat dijerat sebagai pelaku tindakan *insider trading* atau dalam hal ini pihak lain yang tidak termasuk kategori orang dalam, dimana pihak lain tersebut melakukan transaksi perusahaan yang bersangkutan berdasarkan informasi tidak langsung atau disebut dengan istilah *tippee* (Gea & Hutajulu, 2024).

Keberadaan *tippee* sebagai pelaku tidak langsung dalam praktik *insider trading* sebenarnya telah mendapat pengaturan dalam sistem hukum pasar modal Indonesia, meskipun belum dijelaskan secara terperinci mengenai klasifikasinya. Hal ini dapat

ditemukan dalam Pasal 97 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM), yang menyatakan bahwa setiap pihak yang dengan sengaja dan secara melawan hukum berusaha untuk memperoleh, dan pada akhirnya memperoleh, informasi orang dalam, dikenai ketentuan hukum yang sama dengan yang berlaku bagi pelaku utama sebagaimana diatur dalam Pasal 95 dan 96. Dalam kerangka ini, *tippee* dipahami sebagai pihak yang menerima informasi material dari pihak yang memiliki posisi *fiduciary (insider)* tanpa izin, dan kemudian memanfaatkan informasi tersebut untuk melakukan transaksi efek demi keuntungan pribadi. Meskipun tidak secara eksplisit menyebut istilah *tippee*, substansi norma dalam Pasal 97 telah mencerminkan karakteristik tindakan *tippee* dalam konteks penyalahgunaan informasi orang dalam.

Namun demikian, pengaturan yang ada masih terbatas pada pihak yang secara aktif dan sengaja memperoleh informasi orang dalam secara melawan hukum (Ryan Pravanta & Sri Rahayu Gorda, 2022). Belum terdapat ketentuan yang secara jelas mengatur pihak yang memperoleh informasi orang dalam tanpa niat mencari atau meminta informasi tersebut, misalnya karena diberi tahu secara tidak langsung, namun tetap menggunakannya untuk keuntungan pribadi. Selain itu, hukum positif Indonesia juga belum menjangkau *secondary tippee*, yakni pihak ketiga yang memperoleh informasi dari *tippee* dan turut memanfaatkannya dalam transaksi efek.

Kekosongan hukum ini membuka ruang pemanfaatan celah legal yang dapat mengarah pada praktik perdagangan yang tidak adil dan merugikan investor lainnya. Oleh karena itu, diperlukan reformulasi pengaturan hukum *insider trading* yang secara eksplisit memperluas cakupan subjek hukum, termasuk *tippee* dan *secondary tippee*, guna memastikan perlindungan terhadap keadilan, keterbukaan, dan integritas pasar modal Indonesia.

Penelitian ini diharapkan dapat menjawab pertanyaan bagaimana reformulasi pengaturan subjek hukum *tippee* dalam sistem hukum pasar modal Indonesia untuk mencegah praktek insider trading di Indonesia?.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode yuridis normatif dengan pendekatan kualitatif deskriptif untuk mengkaji kebutuhan reformulasi pengaturan subjek hukum *tippee* dalam tindak insider trading di pasar modal Indonesia. Objek penelitian ini meliputi norma hukum positif, khususnya Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM). Sumber data diperoleh melalui studi kepustakaan, mencakup bahan hukum primer

(peraturan perundang-undangan), bahan hukum sekunder (literatur, jurnal, dan hasil penelitian sebelumnya), serta bahan hukum tersier sebagai pendukung. Teknik pengumpulan data dilakukan dengan cara dokumentasi dan analisis bahan hukum, sedangkan teknik analisis data dilakukan secara deduktif dan kualitatif dengan menafsirkan norma hukum yang ada, menelaah kesenjangan norma terhadap praktik pasar modal, serta membandingkannya dengan sistem hukum Amerika Serikat dalam membangun kerangka konseptual reformulasi tanggung jawab hukum *tippee*, baik pasif maupun aktif. Hasil analisis ini diharapkan dapat merumuskan rekomendasi normatif yang konstruktif guna memperluas cakupan subjek hukum *tippee* dalam sistem hukum pasar modal nasional.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Posisi *Insider Trading* dalam Sistem Hukum Pasar Modal di Indonesia

Insider trading di Indonesia diatur oleh Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (Pasal 95–97), dengan sanksi diatur pada Pasal 104. Regulasi ini diperkuat oleh Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan (OJK), serta berbagai Peraturan OJK (POJK) dan Surat Edaran OJK (SEOJK) yang memberikan panduan teknis. Namun, regulasi tersebut masih fokus pada pelaku “orang dalam” dan *tippee* aktif, belum secara eksplisit menjangkau *tippee* pasif, menciptakan celah hukum yang perlu diisi.

Secara konseptual, *insider trading* dikategorikan sebagai bentuk *white collar crime*, yakni kejahatan non-kekerasan yang sering dilakukan secara tersembunyi oleh individu berstatus profesional dengan memanfaatkan akses informasi non-publik. Kredibilitas sistem keuangan terganggu karena praktik ini melanggar prinsip keterbukaan dan transparansi, yang menjadi fondasi perlindungan investor (Sena Pamungkas & Kusuma Wardhani, 2024).

Kehadiran *asymmetric information* di pasar modal adalah faktor utama yang mendorong perlunya pengaturan. Ketika sebagian pelaku, khususnya orang dalam, memiliki akses ke informasi yang tidak diketahui publik, mereka dapat memperoleh keuntungan tidak adil, sehingga penting bagi regulasi untuk menciptakan kesetaraan informasi demi menjaga efisiensi dan keadilan transaksi. Salah satu faktor yang menyebabkan terjadinya *asymmetric information* adalah keterlambatan dan ketidakjelasan pelaporan informasi material dalam pasar modal, dimana hal ini dapat memperparah ketimpangan informasi (Johan & Ariawan, 2021). Ketidakseimbangan ini berpotensi menimbulkan *adverse selection* dan *moral hazard*, yang pada akhirnya merugikan investor serta menurunkan kualitas pengambilan keputusan (Nastiti et al., 2024). Selain itu, efektivitas penegakan hukum terhadap insider trading dinilai krusial untuk menjamin integritas pasar, sebagaimana tercermin dalam kerangka hukum

terbaru yang mempertegas sanksi dan definisi pelanggaran di sektor keuangan (Siahaan, 2025).

Dalam kerangka *Agency Theory*, terdapat konflik kepentingan antara agen (manajemen/perusahaan) dan *prinsipal* (investor), yang muncul karena agen memiliki akses ke informasi yang tidak dimiliki oleh prinsipal. Ketika manajemen memanfaatkan informasi non-publik untuk keuntungan pribadi misalnya membeli atau menjual saham sebelum informasi diumumkan praktik ini dikenal sebagai *insider trading*. Tindakan seperti ini mencerminkan *moral hazard* dan menyebabkan peningkatan *agency costs*, karena manajemen menyalahgunakan kepercayaan investor untuk profit pribadi, bukan untuk kesejahteraan jangka panjang perusahaan. Studi empiris di pasar modal Indonesia mengonfirmasi bahwa insider trading sering dilakukan melalui hubungan afiliasi dan akses eksklusif terhadap informasi material, sehingga mengurangi prinsip transparansi dan menciptakan ketidakadilan di antara investor (Bhuana et al., 2021). Selain itu, terdapat tantangan signifikan dalam penegakan hukum, terutama dalam hal pembuktian dan penegakan sanksi, yang memperburuk distorsi informasi dan melemahkan efektivitas regulasi (Wibawa, 2024). Oleh karena itu, teori agensi memberikan kerangka analitis bahwa insentif yang tidak selaras dan asimetri informasi merupakan katalis utama bagi praktik insider trading, sehingga regulasi yang kuat dan penegakan hukum yang efektif menjadi kunci untuk menekan biaya agensi, meningkatkan kepercayaan pasar, dan memperkuat integritas transaksi.

Sebagai pelengkap, *Market Integrity Theory* menekankan pentingnya menjaga integritas pasar, yakni keyakinan bahwa semua pelaku pasar memiliki akses yang setara terhadap informasi dan kesempatan bertransaksi (Fithriyah, 2025). Teori ini berargumen bahwa pelanggaran seperti insider trading, di mana orang dalam memanfaatkan informasi non-publik untuk keuntungan pribadi secara sistemik mengikis integritas tersebut, karena merusak kepercayaan investor dan melemahkan stabilitas serta efisiensi pasar (Austin, 2017).

Dari serangkaian penjabaran di atas praktik *insider trading* secara nyata menurunkan kepercayaan investor, karena menciptakan ketidakadilan informasi yang berdampak pada menurunnya partisipasi di pasar modal dan likuiditas perdagangan (Hardicky, 2024b) Ketika harga saham tidak lagi mencerminkan nilai fundamental akibat informasi yang dimanfaatkan oleh pihak tertentu, terjadi distorsi alokasi modal yang melemahkan efisiensi pasar (Fishman & Hagerty, 1992). Secara empiris, ditemukan adanya abnormal return pada periode sebelum informasi material diumumkan, menunjukkan bahwa insider trading mengganggu proses pembentukan harga yang wajar (Nissinen, 2025). Akibatnya, persepsi

risiko meningkat dan perusahaan harus menanggung biaya modal lebih tinggi, karena investor menuntut imbal hasil tambahan atas ketidakpastian dan potensi manipulasi. Dalam jangka panjang, kondisi ini dapat menghambat pertumbuhan ekonomi, karena pasar gagal menjalankan fungsinya sebagai sarana alokasi dana secara efisien dan adil.

Di Indonesia, insider trading diakui sebagai pelanggaran prinsip keterbukaan dan keadilan pasar, meski diatur dalam UU No. 8 Tahun 1995, praktik ini masih sulit dibuktikan secara hukum, sehingga terus menjadi ancaman terhadap *market fairness* dan menurunkan motivasi investor untuk berpartisipasi (Heykal, 2013). Sebagai konsekuensi, transaksi yang dilakukan atas dasar informasi eksklusif menciptakan *price distortion* sebuah kondisi di mana harga saham tidak mencerminkan nilai fundamental perusahaan yang memperparah volatilitas pasar dan melemahkan fungsi pasar modal sebagai sumber pembiayaan yang stabil (Hardicky, 2024) (Sergi et al., 2024).

Dengan demikian, insider trading tidak hanya mencerminkan pelanggaran teknis terhadap aturan, tetapi juga serangan langsung terhadap nilai-nilai dari integritas pasar: transparansi, *fairness*, dan *price reliability*. Oleh karena itu, regulasi pasar modal Indonesia perlu diperkaya oleh mekanisme pengawasan yang lebih efektif, peningkatan kemampuan pembuktian, serta sanksi yang lebih tegas untuk menghentikan praktik ini dan mengembalikan kepercayaan publik.

Mekanisme sanksi sudah ditetapkan dalam Pasal 104 UUPM, yaitu pidana penjara maksimal 10 tahun dan denda hingga Rp15 miliar. Meskipun demikian, efektivitas penegakan hukum masih terbatas karena kendala pembuktian terutama dalam menjerat *tippee* pasif yang tidak diklasifikasikan sebagai "orang dalam".

Kesenjangan ini disebabkan Pasal 97 hanya menjangkau *tippee* aktif, sedangkan *tippee* pasif yang menerima informasi pihak ketiga tanpa mencari secara aktif tidak dapat dijerat. Di Amerika Serikat dikenal doktrin *misappropriation* menyatakan bahwa seseorang dapat dianggap melakukan *insider trading* jika ia menggunakan informasi rahasia yang diperoleh secara tidak sah bukan dari perusahaan penerbit saham, tetapi dari pihak lain yang mempercayainya, seperti kantor hukum, konsultan, atau lembaga pemerintah, dengan kata lain, fokus teori ini bukan pada apakah pelaku merupakan "orang dalam" perusahaan, tetapi apakah ia menyalahgunakan kepercayaan (*fiduciary duty*) pihak yang memberikan informasi tersebut untuk keuntungan pribadi di pasar modal (Riyanto et al., 2023).

Sedangkan *dirk test* yang berasal dari kasus *Dirks v. SEC (1983)* di Amerika yang kemudian memberikan pedoman dalam menentukan apakah penerima informasi rahasia (*tippee*) dapat dikenai sanksi. Secara sederhana dua pertanyaan kunci yang harus dibuktikan

dalam tes ini adalah: (1) Apakah pemberi informasi (*tipper*) melanggar kepercayaan dengan membocorkan informasi?; (2) Apakah si pemberi informasi mendapatkan keuntungan pribadi, baik berupa uang, reputasi, atau hubungan sosial? Jika jawabannya ya, maka penerima informasi juga dapat dianggap bertanggung jawab secara hukum (Daffa Alfandy, 2024). Melalui doktrin *misappropriation* dan *Dirks Test* diharapkan dapat memberikan angin segar bagi penegakan hukum tindakan *insider trading* guna memperluas tanggung jawab terhadap pemegang informasi dalam rantai penyebaran informasi material.

Selain itu, kompleksitas transaksi di pasar modal modern, yang kini semakin digital, cepat, dan melibatkan banyak pihak, menimbulkan tantangan baru dalam penegakan hukum terhadap praktik *insider trading*. Skema perdagangan yang tidak lagi bersifat linear karena melibatkan perantara algoritmik, jejaring sosial, dan distribusi informasi non-konvensional, membuat metode pembuktian berbasis relasi tradisional antara emiten dan investor menjadi kurang memadai. OJK, melalui Laporan Kinerja Triwulan III dan IV Tahun 2024, menyatakan bahwa pengawasan terhadap transaksi semacam ini menghadapi keterbatasan dalam pembuktian, khususnya ketika pelanggaran dilakukan di luar struktur klasik "orang dalam" (Otoritas Jasa Keuangan, n.d.-b) (Otoritas Jasa Keuangan, n.d.-a). Dalam beberapa kasus, OJK hanya dapat menjatuhkan sanksi administratif karena kesulitan hukum untuk membuktikan hubungan informasi antara pelaku dan sumber informasi material tersebut, terutama jika pelaku tergolong *tippee* pasif.

Praktik insider trading di Indonesia masih menjadi bentuk kecurangan yang sulit diidentifikasi secara hukum. Dalam kurun waktu lebih dari dua dekade sejak Bursa Efek Indonesia (BEI) menerapkan sistem perdagangan berbasis elektronik, belum terdapat satu pun perkara insider trading yang berhasil dibuktikan dan diputus secara tuntas. Hal ini diperkuat oleh pernyataan Direktur Utama BEI yang menegaskan bahwa praktik insider trading memiliki tingkat kesulitan pembuktian yang tinggi dalam konteks penegakan hukum (Dhira Pannavira, 2023).

Pernyataan ini menunjukkan bahwa keterbatasan norma positif saat ini belum sepenuhnya menjangkau kompleksitas rantai distribusi informasi yang terjadi di pasar modal digital, sehingga membuka ruang reformasi hukum yang lebih akomodatif terhadap dinamika pembuktian modern.

Oleh karena itu, reformasi regulasi diperlukan dengan mengadopsi *prinsip constructive knowledge* atau prinsip "*should have known*", sehingga pihak yang "seharusnya tahu" bahwa informasi tersebut bersifat orang dalam tetap dapat dijerat hukum.

Perkembangan teknologi informasi juga menuntut integrasi alat bukti digital seperti metadata komunikasi elektronik dan pola transaksi finansial ke dalam sistem pembuktian insider trading. Ini hanya bisa terwujud jika regulasi memberi ruang bagi metode pembuktian yang adaptif dan fleksibel.

Yurisprudensi di Indonesia belum menunjukkan perkembangan signifikan dalam hal penafsiran *tippee* pasif. Masih belum ada putusan Mahkamah Agung atau pengadilan niaga yang memberikan tafsir progresif terhadap perluasan kategori pelaku insider trading. Sebagai perbandingan, di Amerika Serikat terdapat putusan penting seperti *Dirks v. SEC* (1983) dan *United States v. O'Hagan* (1997) yang menetapkan tanggung jawab *tippee* meski tidak memiliki hubungan fiduciary, memperkuat argumen perlunya regulasi serupa di Indonesia.

Dengan demikian, posisi *insider trading* dalam sistem hukum pasar modal Indonesia masih memerlukan penguatan signifikan baik dari sisi regulasi maupun implementasi. Reformasi mencakup perluasan subjek hukum, penyesuaian alat bukti dengan perkembangan digital, dan adopsi teori *misappropriation* serta prinsip *constructive knowledge* untuk menjangkau seluruh rantai distribusi informasi non-publik.

Reformulasi Pengaturan *Tippee* dalam Hukum Pasar Modal Indonesia

Salah satu kelemahan mendasar dalam pengaturan hukum pasar modal di Indonesia terletak pada sempitnya cakupan subjek hukum yang dapat dijerat dalam praktik insider trading. Pasal 95 sampai dengan 97 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) memang telah menetapkan larangan bagi "orang dalam" untuk melakukan transaksi atas efek berdasarkan informasi material yang belum tersedia bagi publik. Namun demikian, Pasal 97 hanya mengatur pihak yang secara aktif mencari informasi, atau yang secara langsung menerima informasi tersebut dari orang dalam, yang dikenal sebagai *tippee* aktif. Hal ini menyisakan celah hukum karena tidak mengatur pihak yang tidak secara aktif mencari informasi namun tetap memanfaatkannya yakni *tippee pasif*.

Ketidakhadiran norma yang secara eksplisit mencakup *tippee* pasif dalam UUPM berimplikasi serius terhadap efektivitas penegakan hukum. Dalam praktik pasar modal modern, informasi dapat berpindah dengan cepat dan tidak selalu dalam satu arah yang linier (Syazali, 2023). Misalnya, seseorang bisa saja menerima informasi material tanpa memintanya dan kemudian menggunakannya dalam transaksi efek. Dalam kondisi demikian, hukum positif Indonesia belum mampu menjangkau mereka yang secara faktual

memperoleh keuntungan dari penyalahgunaan informasi, namun secara normatif berada di luar cakupan subjek hukum *insider trading*.

Fenomena ini menunjukkan bahwa paradigma hukum *insider trading* Indonesia masih terpaku pada konsep klasik hubungan fidusia antara insider dan perusahaan, hubungan fidusia yang dimaksud adalah hubungan hukum yang didasarkan pada kepercayaan dan loyalitas tinggi antara dua pihak, di mana satu pihak (*fiduciary*) berkewajiban untuk bertindak demi kepentingan terbaik pihak lainnya (*beneficiary*) (Syazali, 2023). Dalam konteks *insider trading*, hubungan ini biasanya terjadi antara orang dalam perusahaan (seperti direksi, komisaris, manajer, auditor internal) dengan perusahaan atau pemegang saham (Sena Pamungkas & Kusuma Wardhani, 2024). Hal ini berbeda dengan pendekatan di Amerika Serikat yang telah menerapkan teori misappropriation dan *uji Dirks*, yang menekankan pada penyalahgunaan informasi secara tidak sah, terlepas dari ada atau tidaknya hubungan fidusia. Teori *misappropriation* memungkinkan pihak ketiga yang memperoleh informasi dari insider, baik secara aktif maupun pasif, untuk tetap dimintai pertanggungjawaban jika terbukti menyalahgunakan informasi tersebut untuk kepentingan pribadi.

Dalam konteks hukum pasar modal di Indonesia, terdapat urgensi untuk mereformulasi cakupan subjek hukum pelaku insider trading agar tidak semata-mata terbatas pada kategori "orang dalam". Pendekatan yang lebih progresif menekankan bahwa perluasan tanggung jawab hukum terhadap pihak-pihak penerima informasi, termasuk tippee pasif, merupakan strategi penting dalam merespons pola penyebaran informasi yang semakin kompleks (Syazali, 2023). Di era digital, insider trading tidak hanya melibatkan pelaku utama, tetapi juga menjalar melalui jejaring informal yang sulit dijangkau oleh kerangka hukum formal. Jika regulasi tetap mempertahankan ruang lingkup sempit, maka ada risiko besar pembiaran terhadap praktik penyalahgunaan informasi oleh pihak-pihak yang berada di luar struktur pengawasan resmi, sehingga potensi pelanggaran terhadap prinsip transparansi dan integritas pasar semakin tinggi (Daffa Alfandy, 2024).

Urgensi reformulasi ini juga didorong oleh transformasi pasar modal yang semakin kompleks dan digital. Pola transaksi tidak lagi terbatas pada hubungan langsung antara emiten dan investor, melainkan melibatkan algoritma perdagangan, media sosial, dan jaringan pribadi yang sulit dideteksi. Oleh karena itu, pengaturan hukum yang semata-mata bertumpu pada kategori *insider* konvensional seperti dalam UUPM menjadi tidak relevan dan berpotensi gagal menjangkau pelaku utama dalam penyebaran informasi material yang bersifat rahasia.

Dalam konteks ini, prinsip *constructive knowledge* atau “seharusnya tahu” dapat menjadi solusi yuridis. Prinsip ini memungkinkan aparat penegak hukum untuk menjerat pihak yang, secara objektif, seharusnya mengetahui bahwa informasi yang digunakannya berasal dari sumber yang tidak sah. Pendekatan ini telah diadopsi di beberapa negara *common law* dan terbukti efektif dalam menjangkau pelaku-pelaku dalam jaringan informasi pasar modal yang lebih luas.

Di Amerika Serikat, prinsip *constructive knowledge* digunakan dalam sejumlah perkara insider trading pasca-kasus landmark *Dirks v. SEC* (1983), terutama untuk menjangkau pelaku sekunder dalam jaringan informasi yang kompleks. Kasus *United States v. Falcone* dan *SEC v. Obus* menunjukkan bahwa pengadilan dapat menilai tanggung jawab tippee tidak hanya berdasarkan niat subyektif, tetapi juga berdasarkan apakah pelaku memiliki *reason to know* atau *should have known* bahwa informasi tersebut diperoleh secara melanggar hukum (Rosenfeld, n.d.). Di Inggris, konsep ini tercermin dalam kerangka *Market Abuse Regulation (MAR)* yang memungkinkan pengenaan sanksi pada pelaku yang menggunakan informasi yang mereka “sepatutnya ketahui” bersifat inside information, meskipun tidak membuktikan adanya niat jahat secara langsung (Lombardo, 2021).

Implementasi prinsip ini juga menuntut pembaruan pada sisi pembuktian. Dalam era digital, bukti tidak selalu berbentuk dokumen fisik, tetapi juga berupa data komunikasi elektronik, pola transaksi mencurigakan, dan hubungan keuangan antara pelaku. Sejalan dengan hal tersebut pembuktian dalam kasus insider trading perlu memanfaatkan kecanggihan teknologi informasi, termasuk penggunaan big data dan forensic accounting untuk melacak aliran informasi dan keuntungan yang diperoleh dari transaksi ilegal.

Dari segi teori hukum, reformulasi ini dapat dibenarkan melalui *Market Integrity Theory*, yang menyatakan bahwa integritas pasar hanya dapat tercapai jika seluruh pelaku pasar berada dalam level informasi yang setara. Jika tippee pasif tidak dapat dijerat hukum, maka prinsip keadilan dan kepercayaan publik terhadap pasar modal akan terkikis. Kepercayaan ini sangat penting karena menjadi dasar bagi partisipasi investor ritel maupun institusional di pasar.

Dalam melakukan reformulasi, Indonesia dapat belajar dari pendekatan hukum di Amerika Serikat, Singapura, dan Australia, yang telah menyesuaikan perangkat hukumnya dengan pola kejahatan pasar modern. Di Singapura, pendekatan hukum telah diperluas melalui Securities and Futures Act (SFA), khususnya Section 103(3), yang memungkinkan dijernahnya *tippee* maupun sub-*tippee* selama terdapat hubungan atau pengaturan antara pihak pemberi dan penerima informasi (Iqbal, 2023). Ini menunjukkan bahwa pembuktian

tidak harus didasarkan pada status formal, melainkan juga relasi informasi. Sementara itu, di Australia, Corporations Act 2001 mengadopsi prinsip "constructive knowledge", yaitu bahwa seseorang dapat dikenai sanksi hukum jika secara objektif "seharusnya tahu" bahwa informasi yang digunakannya bersifat material dan belum tersedia bagi publik (Overland, 2025).

Dalam hal ini negara-negara tersebut tidak hanya memperluas cakupan subjek hukum, tetapi juga memperkuat sistem pengawasan dan pembuktian untuk mendeteksi transaksi yang tidak wajar sejak dini. Adopsi terhadap teori *misappropriation* dan prinsip *constructive knowledge* dalam revisi UUPM menjadi salah satu alternatif kebijakan yang perlu dipertimbangkan secara serius.

Di samping pembaruan substansi hukum, pembentukan yurisprudensi progresif oleh Mahkamah Agung menjadi penting untuk membangun praktik peradilan yang adaptif. Dengan adanya tafsir hukum yang progresif terhadap konsep *tippee*, hakim dapat menjadikan norma-norma tersebut sebagai dasar pengambilan putusan meskipun belum diatur secara eksplisit dalam undang-undang.

Reformulasi ini juga perlu didukung oleh penguatan kelembagaan. Sebagai regulator harus diberikan kewenangan yang lebih luas dalam menyelidiki, mengakses data transaksi, dan melakukan tindakan proaktif terhadap pelaku *tippee*. Ini mencakup penguatan unit pengawasan teknologi, peningkatan kerja sama internasional, dan pembaruan sistem pengaduan pelanggaran pasar modal.

Sebagai bentuk tindak lanjut atas serangkaian analisis di atas dalam upaya Reformulasi regulasi terhadap praktik insider trading, khususnya untuk memperluas cakupan tanggung jawab bagi *tippee*, perlu dilakukan secara terstruktur melalui mekanisme hukum Indonesia. Pertama, revisi Undang-Undang No. 8/1995 (inisiatif DPR/Pemerintah) harus memasukkan definisi eksplisit tentang *tippee*, termasuk *secondary tippee*, serta mengadopsi konsep *constructive knowledge* agar pihak yang "seharusnya tahu" juga dapat dipidana. Kedua, Pemerintah bersama Kemenkeu dan OJK perlu merumuskan Peraturan Pemerintah sebagai peraturan pelaksana yang menetapkan kriteria hubungan antara *tipper* dan *tippee*, aliran informasi, serta indikator motif keuntungan untuk memudahkan pembuktian dan penindakan. Ketiga, OJK harus merevisi atau menerbitkan POJK baru yang mewajibkan emiten, konsultan, akuntan publik, dan pihak lain yang menerima informasi material untuk menjaga kerahasiaan, melaporkan transaksi mencurigakan, dan mewujudkan sanksi administratif progresif bagi pelanggaran. Keempat, perlu penguatan kapasitas investigasi OJK melalui pembentukan unit *insider trading task force*, didukung teknologi *market*

behavior analysis, serta penyusunan SOP pemanggilan dan pemeriksaan *tippee* tanpa harus menunggu adanya hubungan *fiduciary* langsung. Kelima, sistem *whistleblower* OJK harus ditingkatkan dengan perlindungan hukum, insentif, dan saluran pelaporan tersembunyi, disertai program edukasi bagi investor dan pelaku pasar tentang etika penggunaan informasi dan kewajiban melaporkan pelanggaran. Reformulasi komprehensif ini diharapkan menutup celah hukum, meningkatkan efektivitas penyidikan, mendorong integritas pasar, dan memulihkan kepercayaan investor secara berkelanjutan.

Akhirnya, reformulasi pengaturan *tippee* merupakan kebutuhan hukum yang tidak dapat ditunda lagi. Celah hukum terhadap *tippee pasif* menciptakan ketidakadilan dan potensi kebocoran hukum yang besar dalam sistem pasar modal Indonesia. Reformasi yang dilakukan bukan hanya akan memperkuat penegakan hukum, tetapi juga memperkuat integritas pasar, melindungi investor, dan memastikan bahwa pasar modal Indonesia mampu menjawab tantangan globalisasi ekonomi dan era informasi.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan ditemukan bahwa Insider trading masih menjadi ancaman serius bagi integritas pasar modal Indonesia karena celah hukum dalam pengaturan subjek hukum, khususnya terhadap *tippee pasif* yang belum diakomodasi secara eksplisit dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Regulasi yang ada masih berfokus pada pelaku utama dan *tippee aktif*, sehingga tidak menjangkau pola penyebaran informasi material yang kompleks dan non-linier dalam praktik pasar modern. Ketimpangan ini memperburuk asimetri informasi dan berpotensi menciptakan distorsi harga, pelanggaran prinsip keterbukaan, serta merusak kepercayaan investor. Oleh karena itu, reformulasi hukum dengan mengadopsi prinsip *constructive knowledge*, doktrin *misappropriation*, dan pendekatan *Dirks Test* sebagaimana diterapkan di negara-negara *common law* menjadi sangat mendesak. Pembaruan ini harus diikuti dengan penguatan mekanisme pembuktian berbasis teknologi digital dan pemberdayaan OJK dalam investigasi, agar perlindungan hukum terhadap pasar modal nasional dapat berjalan lebih efektif dan adaptif terhadap perkembangan transaksi serta dinamika informasi global.

DAFTAR PUSTAKA

- Adzan Syazali, E., Irawan, A., Alfarisi, M., Ternando, A., & Adiwangsa Jambi, U. (2022). ANALISIS PENEGAKAN HUKUM INSIDER TRADING DI PASAR MODAL INDONESIA. *Jurnal Sains Sosio Humaniora*, 6(2). <http://www.bapmi.org/>
- Austin, Janet. (2017). *Insider trading and market manipulation: investigating and prosecuting across borders*. Edward Elgar Publishing Limited.
- Bhuana, N. A., Putri Eritika, C. R., & Kusuma, B. B. (2021). Information Inequality With Insider Trading Practices in The Indonesian Capital Market. *Syiah Kuala Law Journal*, 5(2), 212–221. <https://doi.org/10.24815/sklj.v5i2.21705>
- Clementino Moningga, Y., & Gunadi, A. (2023). Analisis Perlindungan Hukum Atas Kerugian Investor Publik Akibat Praktik Insider Trading Berdasarkan Hukum Positif Indonesia. 6(2). <https://doi.org/10.31933/unesrev.v6i2>
- Daffa Alfandy, M. (2024). Extensification of Outsider Determination on Disclosure of Insider Trading Based on Misappropriation Theory. 1(3).
- Dhira Pannavira, K. (2023). REGULASI TEKNIS PEMBUKTIAN PADA PELAKU INSIDER TRADING DALAM PASAR MODAL DI INDONESIA. <https://ejournal.undiksha.ac.id/index.php/jkh>
- Fithriyah, D. (2025). ANALYSIS OF MARKET MANIPULATION PRACTICES IN THE INDONESIAN CAPITAL MARKET. *Syiah Kuala Law Journal*, 9. <https://doi.org/10.24815/sklj.v8i3.42899>
- Gea, M. A., & Hutajulu, M. J. (2024). INSIDER TRADING CASE SETTLEMENT: STUDIES IN INDONESIA AND THE UNITED STATES.
- Haidar, F. (2015). Perlindungan Hukum Bagi Investor Terhadap Praktik Kejahatan Insider Trading Pada Pasar Modal Di Indonesia. *Jurnal Cita Hukum*, 3(1), 133–152. <https://doi.org/10.15408/jch.v2i1.2311>
- Hardicky, N. (2024). Insider Trading Analysis of the Indonesian Capital Market. *Jurnal Indonesia Sosial Sains*, 5(5), 1277–1283. <https://doi.org/10.59141/jiss.v5i05.1133>
- Heykal, M. (2013). INSIDER TRADING DAN PELANGGARAN ATAS PRINSIP KETERBUKAAN DALAM PASAR MODAL.
- Iqbal, N. (2023). PERBANDINGAN HUKUM PERATURAN INSIDER TRADING DALAM TINDAK PIDANA PASAR MODAL DI INDONESIA DAN SINGAPURA. 5(4). <https://doi.org/10.31933/unesrev.v5i4>
- Johan, S., & Ariawan. (2021). KETERBUKAAN INFORMASI UU PASAR MODAL MENCIPTAKAN ASYMMETRIC INFORMATION DAN SEMI STRONG FORM 1.

Masalah-Masalah Hukum, 50(1), 106–118.

Kosasih, A., & Astawa, I. K. (2025). Manipulasi Keuangan Emiten dalam Pasar Modal: Analisis Yuridis terhadap Regulasi dan Stabilitas Investasi. *Jurnal Penelitian Inovatif*, 5(1), 747–754. <https://doi.org/10.54082/jupin.1031>

Lombardo, S. (2021). Some Reflections on the Self-insider and the Market Abuse Regulation – The Self-insider as a Monopoly-Square Insider. 18(1), 2–33. <https://doi.org/doi:10.1515/ecfr-2021-0004>

Nastiti, A. A., Nabilla, S. A., N, R. H., & Kusumasari, I. R. (2024). Pengaruh Informasi Asimetris Terhadap Proses Pengambilan Keputusan dalam Pasar Saham di Indonesia. *Jurnal Ilmiah Multidisiplin*, 2(1), 65–72. <https://doi.org/10.62017/merdeka>

Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.-a). Laporan Kinerja Triwulan II-2024.

Otoritas Jasa Keuangan. (n.d.-b). Laporan Kinerja Triwulan IV-2024.

Overland, J. (2025). Insider trading laws and regulation in Australia. In *Research Handbook on Insider Trading* (pp. 405–421). Edward Elgar Publishing. <https://doi.org/10.4337/9781035301218.00028>

Pratama, M. N. P., & Aminah. (2025). Deteksi Kecurangan Laporan Keuangan Pada Perusahaan Sektor Farmasi dengan Beneish M-Score. *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi)*, 11(2), 706–722. <https://doi.org/10.35870/jemsi.v11i2.3850>

Puspa Permata, C., & Ghoni, M. A. (2019). PERANAN PASAR MODAL DALAM PEREKONOMIAN NEGARA INDONESIA. *Jurnal AkunStie (JAS)*, 5(2).

Pyo, G. (2022). Insider Trading, Stock Volatility, and Market Liquidity in the Korean Capital Market. *Studies in Business and Economics*, 17(3), 175–189. <https://doi.org/10.2478/sbe-2022-0054>

Riyanto, A., Santo, P. A. F. D., & Suwardi. (2023). Trapping Insider Trading Perpetrators with Misappropriation Theory, Is That Possible? *E3S Web of Conferences*, 388. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202338803024>

Rosenfeld, D. (n.d.). CURRENT TRENDS IN INSIDER TRADING PROSECUTIONS. <https://perma.cc/4P5V-CQKR>].

Ryan Pravanta, A., & Sri Rahayu Gorda, A. (2022). Pertanggungjawaban terhadap Tindak Pidana Pelaku Insider Trading Menurut Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. <https://doi.org/10.24843/JMHU.2022.v11.i04>

Sena Pamungkas, A., & Kusuma Wardhani, I. (2024). PENEGAKAN HUKUM TINDAK PIDANA PERDAGANGAN ORANG DALAM (INSIDER TRADING) DI PASAR MODAL.

- In CONSTITUTUM Jurnal Ilmiah Hukum (Vol. 3, Issue 1). <https://business-law.binus.ac.id/2021/07/18/insider-trading-dan-kendalanya-di-pasar-modal/>
- Sergi, B. S., Wongkar, N., & Suhariono, K. L. (2024). Manipulation and Financial Market Misconduct in Indonesia. *Journal of Financial Regulation and Compliance*. <https://doi.org/10.1177/05694345241256233>
- Siahaan, R. A. L. F. S. (2025). Polemik Ketentuan Insider Trading Sebagai Kejahatan di Pasar Modal Berdasarkan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (P2sk) (Studi Kasus Pt. Jouska Finansial Indonesia). *Jurnal Ilmu Hukum, Humaniora Dan Politik*. <https://doi.org/10.38035/jihhp.v5i3>
- Syazali, E. A. (2023). Dilema Fiduciary Duty Theory dan Misappropriation Theory Dalam Kejahatan Pasar Modal di Indonesia. *Legalitas: Jurnal Hukum*, 15(2), 244. <https://doi.org/10.33087/legalitas.v15i2.510>
- Wibawa, I. G. L. A. W. (2024). KEBIJAKAN PEMBUKTIAN INSIDER TRADING PADA PASAR MODAL DI INDONESIA. 21(1). <http://ejournal.undwi.ac.id/index.php/kertadyatmika>.