

KOMPARASI *FIDUCIARY DUTIES* DAN *MISAPPROPRIATION THEORY* DALAM KEKABURAN NORMA HUKUM PENGATURAN *INSIDER TRADING* DI INDONESIA

Ida Ayu Tri Uttari Dewi, Fakultas Hukum Universitas Udayana,
e-mail: dayuhachi@gmail.com

Putu Devi Yustisia Utami, Fakultas Hukum Universitas Udayana,
e-mail: deviyustisia@unud.ac.id

ABSTRAK

Tujuan studi ini mengkaji letak perbedaan pengaturan insider trading yang menggunakan konsep fiduciary duties dengan misappropriation theory dalam fenomena kekaburan norma hukum pada pengaturan insider trading menurut Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan. Metode penelitian hukum normatif dengan pendekatan perundang-undangan dan studi komparatif merupakan metode penelitian yang dipergunakan dalam penelitian ini. Hasil studi ini telah memperlihatkan bahwasanya konsep fiduciary duties lebih condong mengatur pertanggungjawaban bagi pihak dengan kewajiban fiducia sedangkan misappropriation theory dapat menjangkau pertanggungjawaban bagi seluruh pihak yang melakukan insider trading, penerapan konsep misappropriation theory yang tergolong baru menimbulkan kekaburan norma hukum pada pengaturan insider trading menurut Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan sehingga diperlukan perumusan norma yang komprehensif, tegas dan jelas.

Kata Kunci: *Fiduciary Duties, Misappropriation Theory, Insider Trading, Kekaburan Norma Hukum.*

ABSTRACT

The purpose of this study to examine the difference of insider trading regulation using fiduciary duties concept compared to the misappropriation theory in the phenomenon the ambiguity of norm in the regulation of insider trading under Law No 4 of 2023 concerning the Development and Strengthening of the Financial Sector. This study uses a normative legal method with a statute approach and comparative approach. The study shows that the concept of fiduciary duties more inclined regulating legal accountability of parties with fiduciary duties. In contrast, the misappropriation theory extend legal accountability to all parties engaging in insider trading. However, the application of the misappropriation theory relatively new has resulted in the ambiguity of legal norms in the regulation of insider trading under Law No. 4 of 2023 concerning the Development and Strengthening of the Financial Sector therefore, a comprehensive, firm, and clear formulation of the norms is required.

Key Words: *Fiduciary Duties, Misappropriation Theory, Insider Trading, Ambiguity of Norm.*

1. Pendahuluan

1.1. Latar Belakang Masalah

Memperhatikan progresivitas zaman begitu massif telah menciptakan transaksi jual – beli tidak hanya berbasis produk fisik namun juga produk non fisik seperti

transaksi efek. Transaksi efek adalah kegiatan jual – beli yang dilakukan antara pemilik modal dengan penyedia dan penjual efek (perusahaan emiten). Dalam transaksi efek produk yang ditawarkan adalah produk keuangan seperti saham, obligasi hingga unit penyertaan kontrak investasi kolektif. Pasar modal merupakan sarana yang memfasilitasi terjadinya transaksi efek tersebut. Berdasarkan garis historis, transaksi efek telah terjadi di Indonesia sejak zaman kolonial tepatnya pada tahun 1800-an, yang ditandai dengan pembentukan *Vereniging Voor de Effectenhandel* selaku cabang bursa efek bertempat Batavia pada 14 Desember 1923.¹ Sejak berdirinya cabang bursa efek pertama di Indonesia maka transaksi efek semakin berkembang seiring dengan perkembangan zaman.

Namun, laju transaksi efek sempat terhambat dikarenakan situasi geopolitik Indonesia yang kurang stabil seperti pada masa perang dunia pertama dan kedua, serta saat pemerintahan Indonesia beralih dari pemerintah kolonial. Beranjak dari hal tersebut pemerintah Indonesia baru mulai membuka kembali pasar modal pada 10 Agustus 1977, seperti yang ditetapkan dalam Keppres RI Nomor 52 Tahun 1976.² Sejak saat itu telah terhitung 48 tahun eksistensi pasar modal nasional yang diikuti dengan perkembangan regulasi yang mengaturnya. Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal (UU Pasar Modal) sebagai payung hukum dari penyelenggaraan pasar modal (*capital market*) nasional. Regulasi tersebut menentukan mengenai definisi, ketentuan penyelenggaraan *capital market*, kejahatan dalam *capital market* (*capital market crime*) hingga sanksinya. Salah satunya *capital market crime* yang terlegitimasi dalam UU Pasar Modal adalah *insider trading*.

Pengertian *insider trading* (perdagangan orang dalam) diatur secara *expressive verbis* dalam Pasal 95 UU Pasar Modal. Dalam ketentuan tersebut berisi larangan bagi orang dalam (*corporate insider*) dalam melaksanakan kegiatan jual – beli efek (*trading*) berdasarkan informasi orang dalam yang dimilikinya (*material inside information*). Larangan tersebut ditujukan kepada transaksi efek atas perusahaan publik tempat orang dalam (*corporate insider*) *a quo* bekerja atau perusahaan publik lain yang memiliki koneksitas dengan perusahaan publik yang dimaksud berdasarkan hubungan transaksi. Pada intinya *insider trading* adalah istilah yang menggambarkan fenomena transaksi efek yang mengandalkan informasi orang dalam (*based on material inside information*) yang mana informasi tersebut tidak terbuka untuk umum (*private information*) sehingga menyebabkan pihak tersebut mendapatkan keuntungan yang lebih dibandingkan investor lainnya³. Dalam pasar modal harga dari suatu efek sangat ditentukan oleh fakta material. Mengacu pada Pasal 1 angka 7 UU Pasar Modal telah menentukan makna fakta material.

Mengacu pada ketentuan *a quo* maka fakta material diartikan sebagai suatu fakta yang mengandung mengenai informasi penting (*important information*) terhadap segala peristiwa yang berimplikasi pada harga efek sehingga memiliki implikasi juga kepada keputusan transaksi efek bagi pemodal dan calon pemodal yang hendak melakukan investasi terhadap efek tersebut. Fakta material inilah yang terkandung

¹ Wati, Lisna. "Perkembangan Pasar Modal dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia: Analisis Vector Autoregressions (Var)." Jurnal Jurnal Ekonomi & Kebijakan Publik 2, No. 2 (2020): 708-710.

² Zabdi, Aria. "Analisis Return Saham Blue Chip dan Non Blue Chip Terhadap Saham yang Tergabung Dalam Indeks Lq45 di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015." Jurnal Ekonomi Manajemen 2, No. 1 (2020): 315-330.

³ Dani, Irpan. "Penegakan Hukum Atas Tindak Pidana Insider Trading Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal". Jurnal Ilmu Hukum 2, No.1 (2023): 37-38.

dalam suatu informasi orang dalam (*material inside information*) yang sangat menentukan harga dari suatu efek. Sehingga bilamana seseorang melakukan transaksi efek (*trading*) pada suatu perusahaan emiten berdasarkan perolehan informasi orang dalam (*material inside information*) secara *mutatis mutandis* pihak tersebut mendapatkan keuntungan yang lebih banyak dibandingkan investor lain yang hanya mengandalkan transaksi efek berdasarkan fakta material yang bersifat *public information* (informasi terbuka untuk umum). Fenomena ini tentunya melanggar prinsip keberlangsungan pasar modal yakni keterbukaan (*transparency*), keadilan (*fairness*) dan efisiensi (*efficiency*). Fenomena ini secara tidak langsung mempengaruhi kredibilitas keberlangsungan transaksi efek pada pasar modal di mata investor.

Konsep *fiduciary duties* adalah konsep dasar yang dituangkan di ketentuan *insider trading* berdasarkan UU Pasar Modal. Konsep *fiduciary duties* merupakan konsep yang mengedepankan adanya tanggung jawab fidusia dari seseorang kepada perusahaan efek atau emiten tersebut baik yang dilandasi oleh perjanjian formal ataupun tidak.⁴ Umumnya *fiduciary duties* melekat pada pihak - pihak yang mengemban jabatan dan kepercayaan dari perusahaan publik. Dengan diberlakukannya konsep *fiduciary duties* maka UU Pasar Modal lebih fokus menjangkau "*corporate insider*" yang melakukan *insider trading*. Berkaitan dengan pihak luar (*outsider*) yang melakukan *insider trading* dalam UU Pasar Modal maka dulu hanya dimuat secara *expressive verbis* dalam Pasal 97 ayat (1) UU Pasar Modal. Dalam ketentuan *a quo* jika ditafsirkan secara gramatikal maka pihak luar (*outsider*) yang dimaksud adalah *tipee* yang berusaha mendapatkan informasi dari orang dalam.

Larangan yang diatur adalah bagi *tipee* yang aktif berupaya untuk memperoleh *material inside information* dari *corporate insider* yang mana perolehannya haruslah secara melawan hukum seperti dengan mencuri, membujuk dan/ mengancam dengan unsur tersebut maka termasuk dalam kejahatan *insider trading*. Namun UU Pasar Modal tidak memberikan pengaturan mengenai sanksi dan larangan terhadap *tipee* yang mendapatkan informasi orang dalam (*material inside information*) secara pasif (tidak sengaja) dari orang dalam (*corporate insider*) dengan pembatasan (persyaratan untuk merahasiakannya). Selain itu UU Pasar Modal tidak memberikan pengaturan mengenai *secondary tipee*. *Secondary tipee* merupakan pihak luar (*outsider*) yang memperoleh informasi orang dalam (*material inside information*) untuk melakukan transaksi efek (*trading activity*) yang mana informasi *a quo* diperoleh dari *tipee*. Bahwa perlu diketahui Pasal 97 UU Pasar Modal kemudian diubah dengan Pasal 97 Bab V UU PPSK maka pada 12 Januari 2023 diundangkanlah Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (UU PPSK).⁵

Mengacu pada Bab V Pasal 97 UU PPSK telah merubah aturan Pasal 97 UU Pasar Modal dengan menganut *misappropriation theory*. *Misappropriation theory* adalah konsep yang menekankan penyalahgunaan informasi material yang bersifat rahasia *in casu material inside information* pada kejahatan *insider trading*. Sehingga siapapun yang menyalahgunakan *material inside information* dan bagaimanapun cara untuk mendapatkan informasi tersebut meskipun tidak terikat kewajiban fidusia terhadap

⁴ Fitriani, Agnes. "Analisis Yuridis Tindak Pidana Kejahatan Bisnis : Insider Trading (Perdagangan Saham (Efek) Melalui Orang Dalam)". Jurnal Ilmu Hukum 4, No.2 (2024): 301-302.

⁵ Rantesalu, Abraham Astral. "The Urgency of Understanding Law No. 4 of 2023 for Capital Market Legal Consultants". Law Development Journal 6, No. 1 (2022): 111-112.

perusahaan emiten yang bersangkutan tetap berlaku larangan *insider trading*.⁶ Dalam UU PPSK diatur secara *expressive verbis* bahwa siapapun yang menjalankan kegiatan transaksi efek (*trading*) karena memiliki *material inside information* dan pihak tersebut secara sadar mengetahui bahwa informasi *a quo* merupakan informasi orang dalam (*material inside information*) maka pihak tersebut dapat dikatakan melakukan kejahatan pasar modal *in casu insider trading*.

Berdasarkan unsur – unsur yang tertuang dalam Pasal *a quo* maka dapat dilihat terjadi pergeseran konsep dalam regulasi *insider trading* skala nasional. Semula mengadopsi (*legal transplant*) konsep *fiduciary duties* kemudian mulai menggunakan *misappropriation theory* dalam UU PPSK. Namun, meskipun pengaturan *insider trading* telah menganut *misappropriation theory* seperti di wilayah dengan pranata hukum common law, nyatanya masih ada celah berupa norma kabur (*ambiguity of norm*) pada Pasal 97 UU PPSK. Dalam UU *a quo* yang merupakan pasal kumulatif, mensyaratkan bahwa harus ada kepemilikan informasi eksklusif (*material inside information*) dan haruslah pihak tersebut menyadari bahwa informasi *a quo* merupakan *material inside information* maka secara *mutatis mutandis* berlaku larangan *insider trading*. Unsur tersebut merupakan norma kabur karena kepemilikan informasi eksklusif (*possession of material inside information*) dan batasan yang mengatur pihak tertentu mengetahui atau tidak mengetahui informasi orang dalam belum diatur dalam UU *a quo* sehingga sangat multitafsir yang berpotensi pada susahny beban pembuktian pada perkara. Dengan pergeseran konsep *fiduciary duties* menjadi *misappropriation theory* yang tergolong masih baru menimbulkan masih terdapatnya kekaburan norma hukum (*ambiguity of norm*) pada pengaturan *insider trading* di Indonesia. Berbeda halnya apabila seandainya sejak awal Indonesia menganut *misappropriation theory* maka secara *mutatis mutandis* kekaburan norma hukum minim terjadi. Sehingga sebagai bentuk respon hukum terhadap kekaburan norma (*ambiguity of norm*) maka secara *mutatis mutandis* diperlukan adanya perumusan norma hukum yang komprehensif, tegas dan jelas dalam mengatur *insider trading* dalam Pasal 97 Bab V UU PPSK.

Penelitian *a quo* jika dikomparasikan dengan penelitian sebelumnya memiliki kesamaan pada segi topik, yaitu sama – sama mengangkat mengenai pengaturan *insider trading* di Indonesia, namun dengan fokus kajian yang berbeda. Pada April 2024 Jefri Wodjur mengkaji mengenai “Perlindungan Hukum Bagi Investor Terhadap Tindakan *Tippee* Terkait *Insider Trading*”⁷ dengan fokus pembahasan mengenai kejahatan *insider trading* yang memberikan kerugian bagi para pemodal pada pasar modal Indonesia. Pada Desember 2023 Emir Adzan Syazali mengkaji mengenai “Dilema *Fiduciary Duty Theory* dan *Misappropriation Theory* Dalam Kejahatan Pasar Modal di Indonesia”⁸ dengan fokus pembahasan pada perbandingan konsep *fiduciary duties* dengan *misappropriation theory* dalam penegakan kasus *insider trading*. Sedangkan dalam penelitian kali ini fokus pembahasan mengenai komparasi antara konsep *fiduciary duties* dengan *misappropriation theory* dalam kekaburan norma hukum (*ambiguity of norm*) pada pengaturan *insider trading* menurut Undang-Undang Nomor 4

⁶ Alfandy, Muhhamad Daffa. “Ekstensifikasi Penentuan Outsider Pada Pengungkapan Kejahatan Insider Trading di Pasar Modal Berdasarkan Misappropriation Theory”. *Forschungsforum Law Journal* 1, No. 3 (2024): 17-18.

⁷ Wodjur, Jefri. “Perlindungan Hukum Bagi Investor Terhadap Tindakan *Tippee* Terkait Insider Trading”. *Jurnal UNIERA* 17, No.1 (2024): 120-129.

⁸ Syazali, Emir Adzan. “Dilema *Fiduciary Duty Theory* dan *Misappropriation Theory* Dalam Kejahatan Pasar Modal di Indonesia”. *Jurnal Hukum* 15, No.2 (2023): 244-251.

Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan dan upaya penyelesaian atas norma kabur (*ambiguity of norm*) dengan perumusan norma yang komprehensif, tegas dan jelas.

1.2. Rumusan Masalah

Beranjak dari hal tersebut adapun rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut;

1. Bagaimanakah komparasi antara konsep *fiduciary duties* dengan *misappropriation theory* dalam pengaturan *insider trading* di Indonesia?
2. Bagaimanakah upaya penyelesaian atas penerapan *misappropriation theory* yang menimbulkan kekaburan norma hukum pada Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan?

1.3. Tujuan Penulisan

Adapun tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui komparasi antara konsep *fiduciary duties* dengan *misappropriation theory* dalam pengaturan *insider trading* di Indonesia dan untuk mengetahui bagaimana upaya penyelesaian atas penerapan *misappropriation theory* yang menimbulkan kekaburan norma hukum pada Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan.

2. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum normatif yang mengacu pada pendekatan perundang-undangan (*statute approach*) dan pendekatan perbandingan (*comparative approach*). Penelitian ini mempergunakan bahan hukum primer, seperti, peraturan perundang-undangan, dan bahan hukum sekunder, yaitu jurnal dan buku hukum. Penelitian ini menggunakan studi pustaka (*bibliography study*) sebagai metode pengumpulan bahan hukum. Studi pustaka (*bibliography study*) dilakukan untuk mengumpulkan informasi mengenai kekosongan norma hukum pada pengaturan *insider trading* menurut UU Pasar Modal dengan menggunakan metode analisis bahan hukum kualitatif. Berdasarkan dari bahan hukum tersebut dapat digambarkan fenomena kekosongan norma hukum pada regulasi *insider trading* dalam UU Pasar Modal.

3. Hasil dan Pembahasan

3.1. Komparasi antara Konsep *Fiduciary Duties* dengan *Misappropriation Theory* Dalam Pengaturan *Insider Trading* di Indonesia

Konsep *fiduciary duties* berakar dari kata *duties* (tugas) dan *fiduciary* yang juga diambil dari bahasa latin (*latin language*) yakni *fiduciarus* dengan asal muasal kata *fiducia* yang dimaknai sebagai kepercayaan (*trust*). Sehingga dapat dimaknai bahwa *fiduciary duties* adalah seseorang yang diberikan sebuah kepercayaan untuk melakukan kepentingan orang lain (*trustee*). Sedangkan orang seseorang yang kepentingannya dilakukan oleh orang lain tersebut adalah *beneficiary*.⁹ Asal muasal dari lahirnya konsep *fiduciary duties* bermula dari adanya *trust / trustee* sebagai suatu pranata hukum

⁹ Fuady Munir. Doktrin-Doktrin Modern dalam Corporate Law & Eksistensinya dalam Hukum Indonesia (Bandung, Citra Aditya Bhakti, 2014), 30-31.

di Inggris sejak masa pemerintahan Raja Alferd. Perkembangan *trust* semakin populer pada masa Raja Henry VIII dengan dibentuknya Statute of Uses yang mengatur *trust* secara komprehensif.¹⁰ Beranjak dari hal tersebut maka berkembanglah konsep *fiduciary duties* yang berasal dari sistem hukum common law.¹¹ Indonesia menganut pranata hukum civil law berlandaskan KUHD (*Wetboek van Koophandel*) yang bersumber dari *Code du Commerce Prancis* pasca Code Napoleon sehingga pada masa itu sistem hukum Indonesia sama sekali tidak menganut konsep *fiduciary duties*. Melalui interaksi antar negara yang semakin massif maka secara *mutatis mutandis* konsep *fiduciary duties* dapat diadopsi (*legal transplant*) ke dalam pranata hukum civil law di Indonesia. Konsep *fiduciary duties* di Indonesia pertama kali dimuat secara eksplisit dalam Undang-Undang Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas (UU PT Lama) dalam Pasal 79 ayat (1), Pasal 82 dan Pasal 85.

Dalam Pasal 79 mengatur secara *expressive verbis* bahwa direksi memiliki pertanggungjawaban atas kepengurusan perseroan. Selanjutnya dalam Pasal 82 ketentuan *a quo* mengatur bahwa seorang direksi memiliki *duty* untuk mengurus perseroan yang dilandasi kepentingan perseroan (*corporate interest*) dan tanggung jawab sebagai representasi perseroan di dalam pengadilan dan di luar pengadilan juga diemban seorang direksi. Kemudian dalam Pasal 85 pada intinya ditentukan bahwa itikad baik (*good faith*) dan tanggungjawab wajib dimiliki oleh seorang direksi. Lebih lanjut dalam ayat (2) ketentuan *a quo* menentukan bahwa dalam halnya seorang direksi melakukan kelalaian dalam menjalankan kewajibannya maka letak pertanggungjawabannya ada pada direksi secara pribadi. Dalam UU PT Lama konsep *fiduciary duties* terlihat dari ketentuan yang mengatur mengenai kewajiban dan pertanggungjawaban seorang direksi terhadap perusahaannya. Selanjutnya UU PT Lama digantikan dengan Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (UU PT) yang mana terdapat konsep *fiduciary duties* secara lebih komprehensif yang dituangkan dalam Pasal 97, Pasal 98 dan Pasal 114.

Dalam ketentuan Pasal 97 UU PT telah menentukan tanggungjawab direksi pada kepengurusan perseroan yang dilaksanakan dengan penuh itikad baik (*good faith*) dan tanggungjawab (*responsibility*). Pasal 97 lebih lanjut merumuskan bahwa kelalaian yang dilakukan direksi sehingga merugikan perseroan maka secara *mutatis mutandis* menjadi pertanggungjawaban pribadi direksi tersebut. Dalam ketentuan *a quo* menampilkan konsep *fiduciary duties* yang lebih komprehensif dengan mengatur mengenai *Business Judgment Rule (BJR)* pada ayat (5), yang pada intinya persyaratan yang harus dipenuhi direksi dalam menjalankan tugasnya sehingga apabila dikemudian hari perusahaan mengalami kerugian maka direksi tidak dapat dimintakan pertanggungjawaban atas kerugian tersebut. Berdasarkan pengaturan *BJR* tersebut maka berlaku argumen *a contrario*, sehingga secara *mutatis mutandis* jika direksi tidak memenuhi persyaratan *a quo*, mereka secara pribadi bertanggung jawab atas kerugian perseroan. Kemudian pengaturan mengenai direksi wajib sebagai representasi perseroan di dalam pengadilan dan di luar pengadilan diatur dalam Pasal 98 ayat (1) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (UU PT).

Lebih lanjut Pasal 114 Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (UU PT) memuat pengaturan yang mirip dengan direksi yakni,

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ Valerie, De Athalia. "Penerapan Asas Fiduciary Duty Dalam Tanggung Jawab Direksi pada Perseroan Terbatas". JLEB: Journal of Law Education and Business 2, No.1 (2024): 374-375.

mengenai tanggungjawab pengawasan bagi dewan komisaris yang dilaksanakan dengan prinsip itikad baik (*good faith*), kehati-hatian dan tanggung jawab (*responsibility*). Konsep *fiduciary duties* dalam hukum positif Indonesia timbul berdasarkan hubungan saling percaya (*fiducia*). *Fiduciary duties* dapat dimaknai sebagai kewajiban yang timbul dari direksi kepada perusahaan berdasarkan hubungan saling percaya (*fiducia*). Kewajiban dari direksi menyangkut untuk selalu mewakili kepentingan dari perusahaan yang bersangkutan dan mendahulukannya diatas kepentingan pribadi direksi itu sendiri.¹² Konsep *fiduciary duties* dibedakan menjadi 2 pokok kewajiban yakni *duty of cares* dan *duty of loyalty*.¹³ *Duty of cares* dimaknai sebagai suatu tugas bagi direksi dan yang memiliki kewajiban fidusia untuk selalu berhati-hati dan tidak sembrono dalam mengurus perusahaan. Dalam *duty of cares* menganut prinsip kehati-hatian dan kecermatan dalam menjalankan kewajibannya sehingga tidak memanfaatkan perusahaan untuk kepentingan pribadinya. Sedangkan *duty of loyalty* merupakan kewajiban dari direksi dan yang memiliki kewajiban *fiducia* untuk memiliki loyalitas dan itikad baik (*good faith*) kepada perusahaan. Konsep *fiduciary duties* inilah yang diterapkan dalam pengaturan kejahatan *insider trading* pada UU Pasar Modal. Dalam UU Pasar Modal kejahatan *insider trading* identik dengan kegiatan transaksi efek berdasarkan *material inside information*.

Subyek yang dapat diklasifikasi sebagai orang dalam (*corporate insider*) diatur dalam penjelasan Pasal 95 UU Pasar Modal dan Penjelasan Pasal 5 PJOK Nomor 31 /Pojk.04/2015 Tentang Keterbukaan Atas Informasi atau Fakta Material Oleh Emiten atau Perusahaan Publik. Berdasarkan ketentuan ini jika ditafsirkan secara sistematis maka subyek tersebut ditentukan secara limitatif yang terdiri dari komisaris, direktur, pegawai emiten, pemegang saham utama, pihak dengan kedudukannya dapat memperoleh (*obtained*) informasi orang dalam (*material inside information*) dari suatu perusahaan emiten dan bagi pihak-pihak *a quo* yang sudah berhenti (*resign*) dalam jangka waktu 6 bulan. Sehingga pihak-pihak lainnya (*outsider*) bukanlah subyek yang tergolong sebagai orang dalam (*corporate insider*). Dalam kejahatan *insider trading* menurut UU Pasar Modal maka *corporate insider a quo* harus menjalankan *duty of cares* dan *duty of loyalty* karena terikat hubungan *fiducia* berdasarkan ikatan pekerjaan dan kedudukannya. Sehingga secara *mutatis mutandis* kewajiban harus dijalankan semata-mata untuk kepentingan perusahaan.

Orang dalam *a quo* juga dianggap orang yang mengetahui fakta material *in casu* informasi orang dalam (*material inside information*) dalam suatu perusahaan emiten yang bersangkutan. Fakta material adalah informasi mengenai suatu peristiwa relevan yang begitu berpengaruh pada pergerakan harga efek di bursa efek. Fakta material ini menjadi bagian terpenting bagi pemodal dan calon pemodal untuk mengambil keputusan akan transaksi efek. Fakta material ini umumnya merupakan informasi yang bersifat terbuka bagi pemodal dan calon pemodal sehingga mereka memiliki kesempatan yang sama, akses informasi yang adil dan transparansi informasi untuk kepentingan transaksi efek. Namun terdapat beberapa fakta material yang bersifat rahasia dan tertutup (informasi orang dalam). Pihak-pihak yang terikat hubungan *fiducia* wajib untuk merahasiakan informasi orang dalam (*material inside information*)

¹² Dhan, Arif Sandy, Wira, Ahmad. "Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Atas Perbuatan Pelanggaran Doktrin Fiduciary Duty oleh Direksi dalam Menjalankan Perseroan Terbatas". Jurnal Penelitian Multidisiplin 2, No.9 (2024)

¹³ Maristella, Debora. "Penerapan Prinsip Duty Of Care Oleh Direksi Perseroan Terbatas Di Indonesia". JOM Fakultas Hukum 5, No.2 (2018): 4-5.

dari perusahaan yang bersangkutan. Sehingga mengacu pada ketentuan tentang *insider trading* dalam UU Pasar Modal sangat fokus untuk mengatur larangan dan sanksi bagi *corporate insider* yang mengungkapkan *material inside information* kepada *outsider* atau *corporate insider* yang menyalahgunakan *material inside information* untuk kepentingan pribadinya.

Setelah menilai adanya perkembangan dalam *modus operandi* kejahatan *insider trading* (*insider trading crime*) maka kekurangan dalam UU Pasar Modal mengenai minimnya pengaturan bagi *outsider* maka diterbitkanlah UU PPSK pada 12 Januari 2024 yang mana didalamnya mengubah ketentuan Pasal 97 UU Pasar Modal. Dalam UU PPSK telah mengadopsi (*legal transplant*) *misappropriation theory* seperti di wilayah dengan pranata hukum common law. *Misappropriation theory* yang dianut dalam wilayah dengan pranata hukum common law seperti di Amerika Serikat sangat mengedepankan penyalahgunaan informasi eksklusif dari suatu perusahaan efek (*abuse of material inside information*). Berdasarkan garis historisnya maka awal mula diterapkannya *misappropriation theory* di Amerika Serikat beranjak dari penerapan konsep *fiduciary duties* yang tidak dapat menjangkau seluruh aspek yang melakukan *insider trading* maka United States Securities and Exchange Commission (SEC) selaku komunitas sekuritas dan bursa efek Amerika Serikat mulai menggunakan *misappropriation theory* dalam penegakan *insider trading*.¹⁴ Popularitas dari *misappropriation theory* mulai melonjak saat adanya perkara *Chiarella v. United States*. Dalam perkara *a quo* Chiarella telah dinyatakan bersalah karena melakukan transaksi efek demi keuntungan pribadi berdasarkan *material inside information* terhadap 5 buah perusahaan efek.

Bahwa Chiarella merupakan salah seorang pekerja di sebuah perusahaan percetakan dan ditugaskan untuk melakukan cetak dokumen dari 5 perusahaan efek *a quo* yang mana perusahaan tersebut akan melakukan penawaran akuisisi perusahaan namun pada perkara *a quo* untuk menjaga kerahasiaan maka Chiarella hanya mendapatkan dokumen – dokumen *a quo* dengan nama perusahaan yang disamarkan. Meskipun begitu, Chiarella berusaha secara aktif untuk mengetahui identitas seluruh perusahaan tersebut dan melakukan transaksi efek atas dokumen tersebut sehingga mendapatkan keuntungan besar dengan jalan pintas (*short swing profit*).¹⁵ Melihat adanya perkembangan *modus operandi* yang tidak dapat dijangkau oleh konsep *fiduciary duties* maka pranata hukum Amerika mulai menggunakan *misappropriation theory* yang menitikberatkan pada unsur penyalahgunaan *material inside information*.

Fokus pembahasan tidak lagi menilai apakah pelaku ada bagian dari *corporate insider* atau *outsider* dan tidak menilai bagaimana cara mendapatkan informasi eksklusif namun lebih kepada transaksi efek yang berdasarkan penyalahgunaan *material inside information*. *Misappropriation theory* dalam Amerika Serikat telah tertuang dalam berbagai aturan hukum (*legal basis*) seperti The Securities Act of 1933, The Securities Exchange Act of 1934, SEC Rules like 10b5-1&5-2, The Insider Trading Sanctions Act of 1984, Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988.¹⁶

¹⁴ Ilyasa, Raden Muhammad Arvi. "Problematika Kejahatan Insider Trading dan Solusi Dalam Mewujudkan Perlindungan dan Kepastian Hukum Bagi Para Investor". Jurnal Legislatif 4, No. 2 (2021): 211-212.

¹⁵ Munasto, Daud. "Bentuk Insider Trading serta Implementasi Misappropriation Theory Bagi Pelaku Insider Trading di Bursa Efek Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal". Jurnal Hermeneutika: Jurnal Ilmu Hukum 4, No. 2 (2020): 167-168.

¹⁶ Niandita, Tara Dewi. "Insider Trading and Law Enforcement in the Capital Market". Jurnal Impresi Indonesia 5, No. 10 (2024): 823-824.

Misappropriation theory merupakan perluasan pertanggungjawaban bagi pihak luar (*outsider*). *Misappropriation theory* dapat dimaknai sebagai teori mengenai transaksi efek (*trading*) berdasarkan penyalahgunaan informasi orang dalam (*material inside information*) yang dilakukan oleh siapapun.¹⁷

Unsur – unsur dari *misappropriation theory* sebagai berikut;

- a. penggunaan informasi orang dalam (*material inside information*) yang bersifat tertutup
- b. transaksi efek (*trading*) dimotivasi oleh informasi orang dalam (*material inside information*)
- c. keuntungan pribadi atas transaksi efek (*trading*) tersebut.¹⁸

Misappropriation theory menitikberatkan pada penyalahgunaan informasi orang dalam, sehingga siapapun pihak yang menyalahgunakannya demi mendapatkan keuntungan pribadi dengan melakukan transaksi efek dapat dimintakan pertanggungjawaban. Teori ini menjangkau pertanggungjawaban yang lebih luas dibandingkan *fiduciary duties*, jika konsep *fiduciary duties* mengedepankan *insider trading* yang dilakukan oleh orang dalam (*corporate insiders*) maka *misappropriation theory* dapat menjangkau seluruh pihak yang menyalahgunakan informasi orang dalam. Pengaturan *misappropriation theory* baru saja diadopsi dalam pranata hukum Indonesia dengan dilahirkannya BAB V Pasal 97 Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (UU PPSK). Dalam pengaturan *a quo* terlihat upaya untuk dapat menjangkau semua pihak baik yang merupakan *corporate insider* dan *outsider* dalam halnya melakukan *insider trading*. Berdasarkan ketentuan *a quo* jika ditafsirkan secara gramatikal bahwa bagi seluruh pihak yang memiliki informasi eksklusif diberlakukan larangan yang sama dengan *insider trading* dengan catatan bahwa pihak *a quo* secara sadar mengetahui bahwa informasi tersebut merupakan *material inside information*. Sejak Januari 2023 terhitung baru dua tahun penerapan *misappropriation theory* dalam pranata hukum Indonesia sehingga secara *mutatis mutandis* masih memiliki kekaburan norma hukum didalamnya berbeda halnya dengan Amerika Serikat yang telah menggunakan *misappropriation theory* sejak lama sehingga pada dewasa ini pengaturannya *in casu insider trading* minim terhadap kekaburan norma hukum. Meskipun penerapan *misappropriation theory* baru saja diadopsi dalam pranata hukum Indonesia namun harus ada respon hukum yang tepat untuk menyelesaikan fenomena norma kabur (*ambiguity of norm*) *a quo* melalui perumusan norma yang komprehensif, tegas dan jelas.

3.2. Upaya Penyelesaian Atas Penerapan *Misappropriation Theory* yang Menimbulkan Kekaburan Norma Hukum Pada Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan Dan Penguatan Sektor Keuangan

Eksistensi *capital market* menyediakan lingkungan yang terintegrasi untuk melakukan transaksi efek bagi para pemodal. Seiring dengan berkembangnya zaman maka minat khalayak umum untuk melakukan transaksi efek semakin bertambah yang menyebabkan pasar modal memiliki *high value* bagi perekonomian Indonesia. Dengan eksistensi pasar modal yang juga sebagai sumber pendanaan perusahaan

¹⁷ Tanaya, Velliana, Dicky Winata. "Penerapan The Misappropriation Theory Dalam Pengaturan Insider Trading Di Indonesia". Jurnal Legislasi Indonesia 12, No. 1 (2015): 13-14.

¹⁸ Alfandy, Muhammad Daffa. "Ekstensifikasi Penentuan Outsider Pada Pengungkapan Kejahatan Insider Trading di Pasar Modal Berdasarkan Pendekatan Misappropriation Theory". Jurnal Journal of Civil and Bussiness Law 5, No.2 (2024): 169-187.

maka secara *mutatis mutandis* juga menjadikan pasar modal sebagai sumber pendanaan utama bagi perekonomian Indonesia.¹⁹ Selain sebagai pendanaan utama, pasar modal berperan besar bagi fungsi ekonomi yang mana pasar modal merupakan penyedia fasilitas yang menghubungkan pemilik modal dan pihak yang memerlukan modal (*issuer*).²⁰ Menilik besarnya peranan pasar modal bagi Indonesia maka pasar modal beserta segala kegiatan transaksi efek didalamnya harus memiliki pengaturan yang jelas dan konkret demi mewujudkan prinsip pasar modal yakni keterbukaan (*transparency*), keadilan (*fairness*) dan efisiensi (*efficiency*). Namun, kemajuan teknologi telah membawa pada kemajuan *modus operandi*, sehingga diperlukan pembaharuan untuk memastikan bahwa seluruh *modus operandi* dalam kejahatan pasar modal (*capital market crime*) memiliki pengaturan yang jelas dan komprehensif. *Insider trading* adalah bagian dari *capital market crime* yang masih menimbulkan norma kabur. *Insider trading* merupakan kejahatan dengan *modus operandi* berupa transaksi efek (*trading*) berdasarkan penggunaan fakta eksklusif (*material inside information*) yang didapatkan dari orang dalam (*corporate insiders*).²¹ *Insider trading* secara *mutatis mutandis* merefleksikan pelanggaran terhadap prinsip keterbukaan (*transparency*) dalam pasar modal, karena telah mempergunakan informasi orang dalam yang bersifat *private* sedangkan investor lain hanya mempergunakan fakta material yang bersifat publik sehingga keuntungan yang lebih besar didapatkan bagi pihak – pihak yang melakukan kejahatan *insider trading*. Umumnya unsur – unsur dari *insider trading* terdiri dari;

- a. Transaksi efek
- b. Melibatkan *corporate insiders*
- c. Melibatkan *material inside information* yang belum diumumkan
- d. Transaksi efek dimotivasi oleh informasi orang dalam
- e. Tujuan utamanya adalah keuntungan.²²

Insider trading diatur secara *expressive verbis* dalam Pasal 95 – Pasal 98 UU Pasar Modal yang mana dalam Pasal 97 UU Pasar Modal telah diganti dengan Bab V Pasal 97 UU PPSK. Dalam Pasal 95 UU Pasar Modal menentukan larangan untuk melaksanakan *trading* bagi *corporate insider* yang memiliki *material inside information*. Larangan transaksi efek *a quo* berlaku bagi transaksi efek di perusahaan emiten tempat *corporate insider* bekerja atau perusahaan lain yang terkoneksi dengan perusahaan emiten tersebut berdasarkan adanya transaksi efek. Kemudian dalam Pasal 96 menentukan larangan bagi *corporate insider* untuk menghasut pihak lain dalam melaksanakan transaksi yang dimaksud atau memberikan *material inside information* kepada siapapun yang berpotensi untuk melakukan transaksi efek atas hal tersebut *in casu material inside information*. Lebih lanjut dalam Bab V UU PPSK tepatnya pada Pasal 97 diatur secara *expressive verbis* bahwa seluruh pihak yang memiliki informasi eksklusif dan harus secara sadar menyadari bahwa informasi *a quo* merupakan *material inside information* maka dapat diberlakukan larangan *insider trading*. Dalam Pasal 98 UU Pasar Modal ditentukan mengenai pengecualian larangan transaksi efek bagi perusahaan efek yang

¹⁹ Permata, Puspa, Muhammad Abdul Ghoni. "Peranan Pasar Modal Dalam Perekonomian Negara Indonesia". Jurnal AkunStie (JAS) 5, No.2 (2019): 50-51.

²⁰ Syazali, Emir Adzan. "Dilema Fiduciary Duty Theory dan Misappropriation Theory Dalam Kejahatan Pasar Modal di Indonesia". Jurnal Hukum 15, No.2 (2023): 244-251.

²¹ Dewi, Ida Ayu Nyoman Mahayani, I Wayan Suarbha. "Penanggulangan Perdagangan Orang Dalam (Insider Trading) Di Bidang Pasar Modal Ditinjau Dari Perspektif Hukum Pidana". Jurnal Kertha Wicara 3, No. 2 (2014): 379-380.

²² Junaedi, Ardian. "Tindak Pidana Insider Trading Dalam Praktik Pasar Modal Indonesia". Jurnal Media Iuris 3, No. 3 (2020): 308-309.

memiliki *material inside information*. Pengecualian tersebut apabila transaksi efek (*trading*) yang dilakukan atas perintah nasabah atau tidak adanya hasutan dari perusahaan efek kepada nasabahnya untuk melakukan transaksi efek (*trading*).

Mengacu pada ketentuan *insider trading* berdasarkan UU Pasar Modal telah menyisipkan konsep *fiduciary duties* yang sangat terlihat dalam norma – norma yang lebih condong mengatur larangan bagi orang dalam (*corporate insider*) untuk tidak membocorkan *material inside information* kepada *outsider* dan tidak menyalahgunakannya untuk kepentingan pribadi. Sedangkan dengan adanya pembaharuan hukum berdasarkan UU PPSK sebenarnya memberikan angin segar dengan penerapan *misappropriation theory* yang merupakan terobosan baru yang baik untuk memberikan perluasan pertanggungjawaban pada pihak yang sebelumnya tidak dapat dijangkau oleh konsep *fiduciary duties* dalam UU Pasar Modal. Namun karena *legal transplant* yang masih tergolong baru sehingga menimbulkan ambiguitas pada penggunaan frasa yang terkandung dalam Pasal 97 Bab V UU PPSK yang mengatur *insider trading*. Dalam Pasal 97 yang merupakan frasa kumulatif (sehingga harus dibuktikan seluruh unsurnya) terdiri dari unsur yakni:

- a. setiap pihak
- b. memiliki informasi orang dalam (*material inside information*)
- c. menyadari bahwa informasi tersebut adalah informasi orang dalam

Berdasarkan unsur – unsur tersebut dapat menuai suatu kesimpulan bahwa penggunaan frasa dalam Pasal 97 Bab V UU PPSK menimbulkan multitafsir. Karena, penggunaan frasa “memiliki” *material inside information* tidak pernah dijelaskan secara lebih rinci sehingga jika ditafsirkan secara gramatikal “memiliki” *material inside information* hanya melekat pada perusahaan efek dan juga pihak – pihak yang terikat hubungan *fiducia* dengan perusahaan tersebut. Kepemilikan dari suatu *material inside information* berada pada perusahaan efek tersebut dan pihak – pihak yang merupakan perpanjangan tangan dari perusahaan efek tersebut *in casu* (*corporate insider*). Sehingga pihak – pihak luar yang bukan perpanjangan tangan dari perusahaan *a quo* tidak memiliki *material inside information* melainkan hanya “memperolehnya”. Pihak luar tersebut hanya dapat mengetahui informasi eksklusif itu dan menyalahgunakannya untuk melakukan transaksi efek, tapi tidak memiliki informasi *a quo* karena tidak ada kaitannya dengan perusahaan efek tersebut. Sehingga, unsur ini lebih mengarah kepada *corporate insider* maka pertanggungjawaban dari pihak – pihak luar yang melakukan *insider trading* berpotensi sulit untuk dilakukan.

Kemudian, penggunaan frasa “sepatutnya mengetahui” bahwa informasi eksklusif tersebut merupakan *material inside information* dalam UU PPSK juga tidak dijelaskan mengenai batasan dan acuan untuk menentukan kriteria pelaku *insider trading* yang sudah mengetahui bahwa informasi yang digunakannya untuk melakukan transaksi efek adalah *material inside information*. Berdasarkan ketentuan *a quo* maka berlaku argument *a contrario* sehingga secara *mutatis mutandis* dalam halnya pihak tersebut tidak dapat dibuktikan kepemilikannya akan *material inside information* dan tidak dapat dibuktikan kesadaran dan pengetahuannya akan *material inside information* yang digunakannya dalam meraih keuntungan (*short swing profit*) maka tidak dapat dimintakan pertanggungjawaban sebagaimana ketentuan *insider trading*. Penggunaan *misappropriation theory* yang tergolong baru dituangkan dalam Pasal 97 Bab V UU PPSK mengenai *insider trading* menimbulkan kekaburan norma hukum (*ambiguity of norm*) yang berpotensi mempersulit beban pembuktian pada perkara.

Eksistensi hukum memuat komponen struktural, substansial dan kultural. Dalam halnya eksistensi hukum yang memuat substansial kental akan perumusan

norma dari segi aspek formil dan materiil.²³ Dalam aspek formil menandakan bahwa perumusan norma harus mengacu pada naskah penulisan menurut Undang-Undang Nomor 12 Tahun 2011 Tentang Pembentukan Peraturan Perundang-Undangan (*as legal basic*) dan yang dimaksud dalam aspek materiil bahwa perumusan norma harus memperhatikan penggunaan frasa yang tepat, tegas dan jelas sehingga tidak menimbulkan baik norma kosong (*legal vacuum*), konflik (*conflict of norm*) dan/ norma kabur (*ambiguity of norm*).

Mengacu pada fenomena norma kabur (*ambiguity of norm*) dalam UU PPSK maka terlebih dahulu haruslah melihat dari pengaturan terdahulu. Salah satunya adalah pengaturan *insider trading* di Amerika Serikat dalam Section 10 (b) The Exchange Act of 1934 yang pada intinya “perbuatan – perbuatan yang menggunakan segala cara atau alat perdagangan antarnegara, atau melalui surat-menyurat, atau fasilitas dari bursa efek nasional, adalah melanggar hukum” perbuatan *a quo* sebagai berikut:

- (a) Menipu (*fraud*) menggunakan segala metode, perangkat dan/ teknik untuk menipu.
- (b) Membuat kebohongan tentang fakta material atau menghilangkan fakta material yang diperlukan;
- (c) Melakukan tindakan, praktik, atau rangkaian kegiatan yang berfungsi atau dapat berfungsi sebagai penipuan atau tipu muslihat terhadap seseorang; dan terkait dengan pembelian atau penjualan sekuritas.

Pengaturan *insider trading* dalam Amerika Serikat dapat menjerat siapapun dan dengan *modus operandi* apapun yang melakukan transaksi efek atas penyalahgunaan informasi non publik (*material inside information*). Berdasarkan hal tersebut maka dalam aspek materiil penggunaan frasa dalam merumuskan norma yang mengatur *insider trading* haruslah juga dapat menjangkau siapapun yang menyalahgunakan informasi eksklusif seperti konsep dasar *misappropriation theory* sebagai *legal transplant* yang diatur dalam hukum di Indonesia. Maka dari itu, frasa yang tepat berdasarkan hemat penelitian ini adalah sebagai berikut:

“Setiap pihak yang secara sengaja menyalahgunakan informasi orang dalam untuk melakukan transaksi efek demi mendapatkan keuntungan baik untuk dirinya sendiri dan/ untuk orang lain dikenai larangan yang sama sebagaimana dimaksud dalam Pasal 95 dan Pasal 96”.

Dalam penjelasan pasal juga harus dirumuskan bahwa makna dari penggunaan frasa “secara sengaja” merupakan konotasi yang menggambarkan bahwa pihak tersebut mengetahui bahwa informasi eksklusif merupakan *material inside information* dan pihak *a quo* secara sadar tetap menggunakan informasi eksklusif *a quo* untuk melakukan transaksi efek. Dalam penjelasan pasal juga harus dimuat bahwa terdapat perbuatan – perbuatan tertentu yang dapat dikatakan bahwa pihak *a quo* memang “secara sengaja” melakukan kejahatan tersebut seperti, *timing* transaksi efek yang berdekatan dengan adanya *material inside information*, relasi pihak yang bersangkutan dengan perusahaan efek dan akses terhadap informasi publik dan *material inside information*. Dengan pengaturan pasal yang begitu komprehensif, tegas dan jelas maka dapat meminimalisir adanya kekaburan norma dalam pengaturan *insider trading* di Indonesia.

²³ Rusnan, Sofwan Haeruman. “Kejelasan Perumusan Norma Dalam Pembentukan Undang-Undang Kajian Terhadap Penggunaan Frasa Hukum Dalam Perumusan Norma Undang-Undang”. Jurnal Risalah Kenotariatan 2, No. 2 (2021): 37-39.

4. Kesimpulan

Komparasi antara konsep *fiduciary duties* dengan *misappropriation theory* dalam pengaturan *insider trading* di Indonesia diketahui bahwasanya perbandingan penerapan konsep *fiduciary duties* lebih menitikberatkan pada pertanggungjawaban *corporate insiders* yang melakukan *insider trading* sedangkan *misappropriation theory* menitikberatkan pada pertanggungjawaban siapapun pihak yang menyalahgunakan *material inside information* dalam melakukan *insider trading*. Upaya penyelesaian atas penerapan *misappropriation theory* yang menimbulkan kekaburan norma hukum pada Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan adalah agar perumusan norma dalam Pasal 97 UU PPSK harus menggunakan frasa yang komprehensif, tegas dan jelas.

DAFTAR PUSTAKA

Buku:

- Fuady Munir. Doktrin-Doktrin Modern dalam Corporate Law & Eksistensinya dalam Hukum Indonesia (Bandung, Citra Aditya Bhakti, 2014), 30-31.
Khairandy Ridwan. Hukum Perseroan Terbatas (Yogyakarta, FH UII Press, 2014), 24-28.

Jurnal:

- Alfandy, Muhammad Daffa. "Ekstensifikasi Penentuan Outsider Pada Pengungkapan Kejahatan Insider Trading di Pasar Modal Berdasarkan Pendekatan Misappropriation Theory". Jurnal Journal of Civil and Bussiness Law 5, No.2 (2024): 169-187.
Alfandy, Muhhamad Daffa. "Ekstensifikasi Penentuan Outsider Pada Pengungkapan Kejahatan Insider Trading di Pasar Modal Berdasarkan Misappropriation Theory". Forschungsforum Law Journal 1, No. 3 (2024): 17-18.
Dani, Irpan. "Penegakan Hukum Atas Tindak Pidana Insider Trading Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal". Jurnal Ilmu Hukum 2, No.1 (2023): 37-38.
Dewi, Ida Ayu Nyoman Mahayani, I Wayan Suarbha. "Penanggulangan Perdagangan Orang Dalam (Insider Trading) Di Bidang Pasar Modal Ditinjau Dari Perspektif Hukum Pidana". Jurnal Kertha Wicara 3, No. 2 (2014): 379-380.
Dhan, Arif Sandy, Wira, Ahmad. "Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Saham Atas Perbuatan PelanggaranDoktrin Fiduciary DutyolehDireksi dalam Menjalankan Perseroan Terbatas". Jurnal Penelitian Multidisiplin 2, No.9 (2024)
Fitriani, Agnes. "Analisis Yuridis Tindak Pidana Kejahatan Bisnis : Insider Trading (Perdagangan Saham (Efek) Melalui Orang Dalam)". Jurnal Ilmu Hukum 4, No.2 (2024): 301-302.
Ilyasa, Raden Muhammad Arvi. "Problematika Kejahatan Insider Trading dan Solusi Dalam Mewujudkan Perlindungan dan Kepastian Hukum Bagi Para Investor". Jurnal Legislatif 4, No. 2 (2021): 211-212.
Junaedi, Ardian. "Tindak Pidana Insider Trading Dalam Praktik Pasar Modal Indonesia". Jurnal Media Iuris 3, No. 3 (2020): 308-309.
Maristella, Debora. "Penerapan Prinsip Duty Of Care Oleh Direksi Perseroan Terbatas Di Indonesia". JOM Fakultas Hukum 5, No.2 (2018): 4-5.

- Munasto, Daud. "Bentuk Insider Trading serta Implementasi Misappropriation Theory Bagi Pelaku Insider Trading di Bursa Efek Berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal". *Jurnal Hermeneutika: Jurnal Ilmu Hukum* 4, No. 2 (2020): 167-168.
- Niandita, Tara Dewi. "Insider Trading and Law Enforcement in the Capital Market". *Jurnal Impresi Indonesia* 5, No. 10 (2024): 823-824.
- Permata, Puspa, Muhammad Abdul Ghoni. "Peranan Pasar Modal Dalam Perekonomian Negara Indonesia". *Jurnal AkunStie (JAS)* 5, No.2 (2019): 50-51.
- Rantesalu, Abraham Astral. "The Urgency of Understanding Law No. 4 of 2023 for Capital Market Legal Consultants". *Law Development Journal* 6, No. 1 (2022): 111-112.
- Rusnan, Sofwan Haeruman. "Kejelasan Perumusan Norma Dalam Pembentukan Undang-Undang Kajian Terhadap Penggunaan Frasa Hukum Dalam Perumusan Norma Undang-Undang". *Jurnal Risalah Kenotariatan* 2, No. 2 (2021): 37-39.
- Syazali, Emir Adzan. "Dilema Fiduciary Duty Theory dan Misappropriation Theory Dalam Kejahatan Pasar Modal di Indonesia". *Jurnal Hukum* 15, No.2 (2023): 244-251.
- Syazali, Emir Adzan. "Dilema Fiduciary Duty Theory dan Misappropriation Theory Dalam Kejahatan Pasar Modal di Indonesia". *Jurnal Hukum* 15, No.2 (2023): 244-251.
- Tanaya, Velliana, Dicky Winata. "Penerapan The Misappropriation Theory Dalam Pengaturan Insider Trading Di Indonesia". *Jurnal Legislasi Indonesia* 12, No. 1 (2015): 13-14.
- Valerie, De Athalia. "Penerapan Asas Fiduciary Duty Dalam Tanggung Jawab Direksi pada Perseroan Terbatas". *JLEB: Journal of Law Education and Business* 2, No.1 (2024): 374-375.
- Wati, Lisna. "Perkembangan Pasar Modal dan Pertumbuhan Ekonomi di Indonesia: Analisis Vector Autoregressions (Var)". *Jurnal Jurnal Ekonomi & Kebijakan Publik* 2, No. 2 (2020): 708-710.
- Wodjur, Jefri. "Perlindungan Hukum Bagi Investor Terhadap Tindakan Tippee Terkait Insider Trading". *Jurnal UNIERA* 17, No.1 (2024): 120-129.
- Zabdi, Aria. "Analisis Return Saham Blue Chip dan Non Blue Chip Terhadap Saham yang Tergabung Dalam Indeks Lq45 di Bursa Efek Indonesia Tahun 2015." *Jurnal Ekonomi Manajemen* 2, No. 1 (2020): 315-330.

Peraturan Perundang-Undangan

- Undang-Undang Nomor 12 Tahun 2011 Tentang Pembentukan Peraturan Perundang-undangan (Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2012 Nomor 153, Tambahan Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 5332)
- Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2007 Nomor 106, Tambahan Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 4756)
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Penguatan Sektor Keuangan (Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2023 Nomor 4, Tambahan Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 6845)

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal
(Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1995 Nomor 64, Tambahan
Lembaran Negara Republik Indonesia Nomor 3608)