

PERSPEKTIF ETIKA DALAM *INSIDER TRADING*

Vera Desy Nurmalia¹⁾
Ratna Listiana Dewanti²⁾
Sekar Akrom Faradiza³⁾

¹⁾Fakultas Bisnis dan Teknologi Informasi, Universitas Teknologi Yogyakarta
e-mail: veranurmalia@gmail.com

²⁾Fakultas Bisnis dan Teknologi Informasi, Universitas Teknologi Yogyakarta
e-mail: ratna.listiana@gmail.com

³⁾Fakultas Bisnis dan Teknologi Informasi, Universitas Teknologi Yogyakarta
e-mail: sekar.akrom@uty.ac.id

Abstract

Nowadays, the phenomena of insider trading is more attractive to be explored. Insider trading provides a great advantage for the perpetrators but can harm the others. The Law of Capital Market stated that insider trading is prohibited, however until now it is difficult to be proved. So, the decision to do insider trading is considered to be one of an ethical issue. The aim of this research is to examine the effect of personal benefit and fairness of law against insider trading. Further, this research will examine the ethical aspect by exploring ethical position as mediating variable. This research used a questionnaire to collect data from investors as respondents. The results of this research showed that personal benefit in the form of possibility to obtaining personal gain significantly affect insider trading, while fairness of law had no effect on insider trading. In terms of ethics, an ethical position only able to mediate the relationship between fairness of law and insider trading.

Keywords: *insider trading, personal benefit, fairness of law, ethical position*

PENDAHULUAN

Fenomena *insider trading* menjadi kian menarik beberapa dekade terakhir karena rangkaian dari *insider trading* memberikan keuntungan yang banyak bagi para pelakunya. Diantaranya pelaku memperoleh informasi akurat dari orang dalam mengenai prospek perusahaan pada masa mendatang. Informasi ini dapat membuat harga saham meningkat dan bisa juga menjadi turun secara signifikan. Dengan demikian pelaku dapat memperoleh keuntungan abnormal dengan membeli atau menjual lebih awal dibandingkan pihak lain. Dengan *insider trading* investor dapat memperoleh keuntungan yang mungkin tidak dapat dinikmati oleh pihak lain. Indonesia menggolongkan *insider trading* sebagai suatu tindak kejahatan. Hal ini sesuai dengan Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) yang menyatakan bahwa orang-orang dalam perusahaan yang memiliki informasi tentang perusahaan (*insider information*) dilarang melakukan transaksi pembelian ataupun penjualan saham di pasar modal.

Insider trading adalah transaksi penjualan atau pembelian saham oleh pihak-pihak yang merupakan bagian dari perusahaan (*insider*) dengan menggunakan informasi-informasi yang tidak dipublikasikan, yang hanya diketahui oleh pihak-pihak tersebut yang digunakan untuk

meningkatkan keuntungan pribadinya melalui *abnormal return*. Informasi-informasi tersebut dapat berupa hak istimewa, sensitifitas harga dan informasi-informasi yang tidak dipublikasikan dan bersifat material. *Insider trading* dianggap salah atau tidak *fair* karena pihak tertentu memiliki informasi yang tidak sama (*unequal information*) dengan pihak lain yang terlibat dalam transaksi. Penggunaan informasi yang tidak sama dianggap sebagai suatu tindakan kecurangan (*fraud*). Namun transaksi yang terjadi karena *unequal information* dianggap salah hanya pada konsideransi tertentu, dan tidak selamanya salah (Strudler dan Orts, 1999).

Dugaan adanya tindakan *insider trading* di Indonesia telah beberapa kali terjadi. Misalnya kasus PT Indonesian Satellite Corporation, Tbk (ISAT) pada Mei 2002 terkait adanya penjualan secara signifikan saham ISAT yang dilakukan oleh beberapa pihak sehingga mengakibatkan turunnya harga saham ISAT secara signifikan pada periode yang sama. Berdasarkan proses pemeriksaan, BAPEPAM-LK (saat ini Otoritas Jasa Keuangan) menyimpulkan bahwa tidak ditemukan adanya orang dalam yang melakukan *insider trading*.

Kasus lain yang terjadi di Indonesia adalah dugaan praktik *insider trading* yang dilakukan oleh PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk. (PGAS). Kasus ini terkait dengan pelanggaran Pasal 86 UUPM tentang Keterbukaan Informasi yang Harus Segera Diumumkan Kepada Publik yang dilakukan oleh PGAS dan tentang pemberian keterangan yang secara material tidak benar sebagaimana dimaksud dalam Pasal 93 UUPM. Pada Maret 2007 BAPEPAM-LK (saat ini OJK) telah menjatuhkan sanksi bagi PGAS dan masih melanjutkan pemeriksaan terhadap indikasi adanya *insider trading* yang diduga dilakukan oleh pihak orang dalam PGAS dan pihak-pihak yang terkait dengan transaksi yang dilakukan oleh Perusahaan Efek Anggota Bursa (*insider trading*). Hasil pemeriksaan menunjukkan terjadi praktik *insider trading* dan Bapepam-LK menjatuhkan sanksi berupa denda administratif kepada 9 orang karyawan dan mantan karyawan PT PGN dengan total denda sebesar Rp3,178 miliar. Praktek *insider trading* saat ini sudah sangat canggih. Praktik ini tidak hanya dilakukan di pasar sekunder tetapi juga dapat dilakukan pada proses *Initial Public Offering* (IPO) melalui *misleading information* yang dikeluarkan oleh pihak-pihak yang terlibat dalam proses IPO tersebut. Sampai dengan saat ini belum ada satu pun kasus *insider trading* yang dijerat dengan UU secara tegas.

Tindakan *insider trading* akan diawali dengan adanya motivasi kepentingan pribadi pelaku. Beams *et al.* (2003) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh *variable* pencegah (kepastian, beratnya hukuman, kecatatan sosial, rasa bersalah) dan *variable* motivasi (keuntungan, rasa iri dan keadilan hukum) terhadap kecenderungan melakukan *insider trading*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa rasa bersalah, harapan atas keuntungan dan persepsi keadilan hukum berpengaruh terhadap kemungkinan terjadinya *insider trading*.

Beberapa penelitian sebelumnya telah menguji secara empiris tentang etika dari *insider trading*. Abdolmohammadi dan Sultan (2002) melakukan eksperimen kepada subjek dengan menggunakan simulasi perdagangan saham. Penelitian mereka menggunakan *P-Score* sebagai proksi dari *ethical reasoning*. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa orang dengan *ethical reasoning* yang tinggi tidak akan menggunakan *inside information* untuk melakukan *insider trading*.

Statman (2009) melakukan pengujian terhadap mahasiswa di Amerika Serikat, China dan Taiwan untuk menguji pandangan mereka tentang *fair* tidaknya praktek *insider trading*. Dengan menggunakan kasus Paul Bond, 76% mahasiswa di China menganggap bahwa tindakan tersebut etis untuk dilakukan. McGee (2009) memandang *insider trading* dari perspektif utilitarian dan *right*. *Insider trading* dinilai etis atau tidak etis berdasarkan pada prinsip etika yang dimiliki seseorang.

Forsyth (1980) mengembangkan instrumen yang disebut dengan *Ethics Position Questionnaire* (EPQ) untuk mengidentifikasi orientasi etika seseorang yang dapat dibedakan menjadi relativisme dan idealisme. Seorang relativitis meyakini bahwa terdapat banyak cara untuk melihat isu-isu moralitas dan prinsip etika. Sedangkan seorang idealis menganggap bahwa selalu ada konsekuensi yang baik dari suatu tindakan, atau seorang yang idealis akan memperhatikan pada kesejahteraan seseorang. Sehingga pendirian atau *ethical position* yang dimiliki oleh seseorang (idealisme vs relativisme) akan mempengaruhi keputusannya, misalnya keputusan untuk melakukan *insider trading*. Orang yang lebih idealis tidak akan memutuskan untuk melakukan *insider trading* yang dapat merugikan pihak lain.

Namun hasil penelitian menunjukkan bahwa *ethical position* seseorang akan dipengaruhi oleh *personal benefit* (keuntungan pribadi) yang akan diperoleh dari suatu tindakan. Greenfield *et al.* (2008) menemukan bukti bahwa *ethical position* seseorang memediasi hubungan antara *personal benefit* dengan *earnings management*. *Personal benefit* juga dimediasi dengan persepsi seseorang atas keadilan hukum yang berlaku. Penelitian yang dilakukan Seyhun (1992) menemukan bukti bahwa volume dan *abnormal return* dari *insider trading* meningkat ketika sanksi untuk *insider trading* meningkat.

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Abdolmohammadi dan Sultan (2002) dan penelitian Beams *et al.* (2003). Abdolmohammadi dan Sultan (2002) menguji pengaruh *ethical reasoning* terhadap kecenderungan tindakan *insider trading*. Sedangkan penelitian Beams *et al.* (2003) melakukan penelitian untuk menguji faktor motivasi dan pencegah terjadinya *insider trading*. Kedua penelitian tersebut tidak mempertimbangkan *ethical position* sebagai faktor personal dari individu yang dapat mempengaruhi keputusan yang diambil oleh seseorang. Penelitian tentang pengaruh *personal benefit* dan persepsi keadilan hukum juga belum memberikan hasil yang konsisten. *Personal benefit* yang diharapkan dan juga persepsi keadilan hukum dapat mempengaruhi *ethical position* seseorang dan pada akhirnya akan mempengaruhi keputusan yang diambil oleh seseorang. Sehingga penelitian ini ingin menguji apakah *ethical position* memediasi hubungan antara *personal benefit* dan persepsi keadilan hukum terhadap tindakan *insider trading*.

TINJAUAN PUSTAKA

Insider Trading

Insider trading sebagaimana tercantum dalam “*Dictionary of investing* Jerry M Rosenberg, dinyatakan sebagai berikut:

“*The practice of participating in transaction based on privileged information, gained by one's position and not available to public, when such transaction affect the price, giving unfair advantage to a trader, it is illegal.*”

Insider trading adalah perdagangan saham atau surat berharga yang dilakukan oleh orang dalam perusahaan. Perdagangan tersebut didasarkan karena adanya suatu informasi dari dalam perusahaan (*insider information*) yang penting (*material information*) dan belum terbuka untuk umum (*private information*) dan hanya dimiliki oleh beberapa orang saja (Werhane, 1989; Abdolmohammadi dan Sultan, 2002). Tidak semua *insider trading* ilegal. Ilegal tidaknya tergantung pada akses terhadap *material information*. *Material information* adalah informasi yang dapat dimanfaatkan oleh investor untuk meningkatkan kekayaannya dengan bertransaksi

sebelum informasi dirilis atau dipublikasikan kepada umum (Abdolmohammadi dan Sultan, 2002). Keuntungan ekonomi atau kenaikan kekayaan yang diharapkan dapat datang secara langsung maupun tidak langsung yang merupakan keuntungan jalan pintas (*short swing profit*).

Secara teknis pelaku perdagangan orang dalam dapat dibedakan menjadi dua jenis, yaitu pihak yang mengemban kepercayaan secara langsung maupun tidak langsung dari emiten atau perusahaan publik dan pihak yang menerima informasi orang dalam dari pihak pertama (*fiduciary position*) atau disebut juga *tippees*. Pihak-pihak yang biasanya disebut sebagai *insider* antara lain direktur dari perusahaan yang terdaftar, pasangan (suami-istri) dan anak-anak mereka. Di samping itu yang disebut sebagai *insider* adalah pihak-pihak yang memiliki akses yang cenderung mudah terhadap informasi-informasi strategis perusahaan, sebagai contoh eksekutif perusahaan, bankir dari perusahaan, auditor, pemegang saham tertentu, konsultan keuangan dan pihak-pihak lain yang memiliki kepentingan.

Undang-undang Pasar Modal tahun 1995 tidak memberikan batasan *insider trading* secara tegas, melainkan hanya memberikan batasan transaksi yang dilarang antara lain orang dalam dari emiten yang mempunyai informasi orang dalam dilarang melakukan transaksi penjualan atau pembelian atas efek emiten atau perusahaan lain yang melakukan transaksi penjualan dan pembelian atas efek emiten atau perusahaan publik yang bersangkutan. Hal ini sesuai dengan pasal 95 Undang-Undang Pasar Modal tahun 1995.

Insider trading merupakan istilah teknis yang hanya dikenal dalam pasar modal, yang dipinjam dari praktek perdagangan saham yang tidak *fair* di Amerika yang dihubungkan dengan penggunaan informasi-informasi eksklusif oleh pejabat perusahaan yang karena jabatannya dapat menarik keuntungan sebagai dampak dari tidak diberikannya informasi tersebut kepada masyarakat luas. Praktek *insider trading* bertentangan dengan praktek prinsip keterbukaan (*disclosure principle*) yang bertujuan untuk menciptakan efisiensi dalam bertransaksi efek. *Insider trading* baik sebagai bentuk yang ilegal maupun legal, akan merusak efisiensi pasar dan mengurangi fungsi pasar bebas (Werhane, 1989).

Perusahaan akan mendorong *insider* untuk memiliki saham perusahaan melalui *stock option* atau melalui insentif berupa saham. Meskipun demikian *insider* dapat membeli saham dengan pola reguler (melalui pasar modal). Tetapi ketika *insider* memperdagangkan saham melalui informasi pribadi (*inside information*) maka dia telah melanggar hukum. Beberapa informasi perusahaan cenderung dirahasiakan demi kesuksesan perusahaan. Sehingga hanya beberapa pihak saja yang mengetahui informasi tersebut. Hal ini menyebabkan adanya asimetri informasi antara *insider* dan publik. Beberapa orang dengan profesinya mungkin memiliki akses terhadap informasi tersebut dan jika informasi tersebut dimanfaatkan untuk bertransaksi maka dia (*insider*) menanggung risiko yang seharusnya dipertimbangkan (Beams *et al.*, 2003).

Personal Benefit

Kecenderungan individu dalam melakukan *insider trading* adalah karena adanya harapan atas keuntungan baik secara langsung maupun tidak langsung yang akan diperoleh jika melakukan transaksi perdagangan dengan menggunakan *inside information*. McGee (2009) menyatakan bahwa *insider trading* etis dilakukan jika *gains* yang akan diperoleh lebih besar dari pada *losses* ketika seseorang melakukan *insider trading*. Dia juga menyatakan bahwa *insider trading* adalah sebagai salah satu bentuk dari kompensasi dalam bentuk lain yang diberikan kepada *insider* sehingga memungkinkan perusahaan memberikan gaji rendah. Hal ini adalah salah satu cara untuk menghemat biaya gaji dan tidak merugikan atau membebani

perusahaan, sehingga dengan mengizinkan adanya *insider trading* maka mengizinkan para eksekutif atau *insider* menggunakan *inside information* untuk keuntungan pribadinya. Namun hal ini bertentangan dengan prinsip *right* karena melanggar hak orang lain meskipun tidak merugikan perusahaan.

Beams *et al.* (2003) melakukan penelitian terhadap mahasiswa akuntansi untuk menguji faktor-faktor yang memotivasi dan mencegah terjadinya praktik *insider trading*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *expected gain*, rasa iri dan persepsi keadilan hukum berhubungan signifikan dengan niat untuk bertransaksi berdasarkan *insider information*. Penelitiannya juga menunjukkan bahwa seseorang lebih cenderung melakukan *insider trading* untuk menghindari kerugian dari pada untuk memperoleh keuntungan yang mungkin muncul di masa yang akan datang berdasarkan informasi yang dimilikinya sekarang. Penelitian Seyhun (1998) menemukan bukti bahwa *insider trading* mampu memprediksi keuntungan yang akan datang, dan meskipun praktik ini dilarang, *insider trading* terbukti sebagai praktik yang mampu memberikan banyak keuntungan.

Dalam kaitannya dengan praktik *insider trading*, Statman (2007) menyatakan bahwa ketika terjadi konflik kepentingan antara kepentingan pribadi dan nilai etika, selama ini fakta menunjukkan bahwa kepentingan pribadilah yang akan lebih diutamakan. Penentang praktik *insider trading* menyatakan bahwa meskipun secara keseluruhan kekayaan meningkat karena memanfaatkan *inside information*, tetapi tetap saja tindakan tersebut tidak etis dan tidak adil bagi orang lain (Snoeyenbos dan Smith, 2000).

Bettis *et al.* (2000) menyatakan bahwa *insider* dapat memanfaatkan *inside information* untuk kepentingannya dengan 4 macam cara. Jika informasi itu adalah *good news*, maka *insider* dapat memperoleh keuntungan dengan membeli saham lebih banyak atau dengan menahan saham yang akan dijual kemudian. Jika informasi tersebut adalah *bad news* maka *insider* dapat memperoleh keuntungan dengan menjual saham kepada investor yang “bodoh” atau dengan menahan diri dari membeli saham meskipun dapat dibeli.

Prospect Theory (Kahneman dan Tversky, 1979) menyatakan bahwa dalam melihat pencapaian suatu keuntungan, seseorang dapat melihatnya secara berbeda misalnya keuntungan adalah menghindari kerugian. Teori tersebut menyatakan juga bahwa seseorang akan lebih cenderung menghindari kerugian dari pada untuk mengharapkan untuk memperoleh keuntungan. Berdasarkan uraian sebelumnya maka dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H_{A1}: *Personal benefit* berpengaruh terhadap kemungkinan tindakan *insider trading*

Persepsi Keadilan Hukum

Beams *et al.* (2003) melakukan penelitian dan menemukan bukti bahwa *expected gain*, *cynicism* dan *persepsi keadilan hukum* berhubungan positif signifikan dengan niat untuk melakukan *insider trading*. Penelitian mereka tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara *severity of punishment* (beratnya hukuman) dan niat untuk melakukan *insider trading*. Hasil ini menunjukkan bahwa meningkatnya atau beratnya sanksi tidak mampu mencegah terjadinya praktik *insider trading*. Hasil ini didukung Statman (2009) yang menyatakan bahwa di Amerika hampir tidak terjadi praktik *insider trading* karena ancaman hukuman yang berat meliputi denda yang besar dan ancaman penjara dalam jangka waktu yang lama.

Seyhun (1992) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh meningkatnya ancaman sanksi pada *insider trading* dengan melihat 3 periode amatan yang menunjukkan adanya

perubahan peraturan dan undang-undang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa volume dan *abnormal profit* dari *insider* meningkat ketika sanksi untuk *insider trading* meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa meningkatnya ancaman hukuman membuat *insider* menjadi lebih curiga atau penasaran sebelum adanya kejadian atas informasi tersebut terjadi. Sehingga ketika risiko atas *insider trading* meningkat, maka harapan keuntungan dari *insider trading* juga meningkat. Namun penelitian Seyhun (1992) tidak menguji apakah meningkatnya sanksi berakibat pada *insider* yang berniat untuk melanggar hukum dan berusaha menyembunyikannya.

Scott dan Grasmick (1981) menguji pengaruh persepsi keadilan hukum terhadap kepatuhan atas hukum. Mereka menemukan bahwa persepsi keadilan hukum tidak menyebabkan seseorang patuh meskipun terdapat ancaman hukuman yang berat. Berdasarkan uraian latar belakang tersebut dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H_{A2}: Persepsi keadilan hukum mempengaruhi terjadinya *insider trading*

Ethical Position dalam Insider Trading

Secara umum *insider trading* dipersepsikan sebagai suatu kejahatan atau paling tidak sebagai tindakan yang tidak etis. Etika dari perilaku *insider trading* dapat dilihat dari berbagai aspek atau prinsip, terutama prinsip utilitarian dan *right* (McGee, 2009). Berdasarkan pandangan utilitarian maka suatu tindakan dinilai etis jika tindakan yang dilakukan akan memberikan manfaat yang lebih banyak, yaitu dengan mempertimbangkan *gains* dan *losses* dari suatu tindakan. Ketika *benefit* dari suatu tindakan lebih besar dari *cost*nya maka suatu tindakan dapat dinilai sebagai tindakan yang etis. Namun terdapat beberapa masalah terkait utilitarianisme dalam menilai etis tidaknya suatu tindakan (McGee, 2009), diantaranya sulit untuk mengukur *gain* dan *losses* dari suatu tindakan, sulit untuk mengukur keuntungan dari minoritas dan juga kerugian dari korban, tidak mudah untuk membandingkan utilitas antar individu, tidak memperhatikan prinsip *right* yang dimiliki oleh setiap individu. Berdasarkan kelemahan tersebut maka prinsip utilitarian bukan pendekatan yang terbaik dalam menilai suatu tindakan. Pandangan *right* menyatakan ketika menilai suatu tindakan berdasarkan prinsip *right* adalah apakah hak seseorang dilanggar? Jika hak seseorang dilanggar maka suatu tindakan dikatakan tidak etis meskipun tindakan tersebut akan memberikan keuntungan (McGee, 2008).

Argumen lain terkait *insider trading* adalah argumen tentang efisiensi. Suatu tindakan dianggap etis jika meningkatkan efisiensi, sedangkan *insider trading* menyebabkan pasar tidak efisien sehingga bukan tindakan yang etis (Manne, 1966). Pasar menjadi tidak efisien jika informasi tidak dapat diakses. Dia menyatakan bahwa harus ada *spread* informasi dalam rangka berkompetisi sehingga menciptakan pasar menjadi efisien. Berdasarkan beberapa argumen yang dinyatakan sebelumnya menunjukkan bahwa tindakan *insider trading* adalah tindakan yang memerlukan banyak pertimbangan etis. Penelitian Statman (2009) melakukan penelitian untuk melihat persepsi *fairness* dari *insider trading* kepada mahasiswa di Amerika, China dan Taiwan dengan menggunakan kasus Paul Bond. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa 76% responden di China menganggap bahwa tindakan *insider trading* yang dilakukan oleh Paul Bond *fair* untuk dilakukan. Hal ini karena pengaruh *culture* dari beberapa negara yang dibandingkan.

Para peneliti dalam bidang etika bisnis telah meneliti pengaruh filosofi moral seseorang atau ideologi etika seseorang sebagai faktor yang mempengaruhi keputusan. *Ethical ideology* merupakan sebuah sistem etis yang digunakan untuk membuat *moral judgment* yang memberikan pedoman untuk mempertimbangkan dan menyelesaikan permasalahan etis (Karande *et al.*, 2002). Forsyth (1992) menyatakan bahwa seseorang akan menilai tentang suatu praktek bisnis

sebagai tindakan etis dan tidak etis dan kemudian memutuskan apakah akan melakukannya atau tidak. Sehingga kecenderungan seseorang melakukan tindakan yang tidak etis, misalnya *insider trading* dipengaruhi oleh moralitas seseorang atau yang sering disebut dengan *ethical ideology* atau *ethical position*.

Forsyth (1992) menyatakan bahwa orientasi etika seseorang dikendalikan oleh idealisme dan relativisme. Idealisme mengacu pada luasnya seorang individu percaya bahwa keinginan dan konsekuensi akan diterima tanpa melanggar petunjuk moral. Kurangnya idealis pragmatis mengakui bahwa sebuah konsekuensi negatif (mencakup kejahatan terhadap orang lain) sering menemani hasil konsekuensi positif dari petunjuk moralnya dan ada konsekuensi negatif berlaku secara moral dari sebuah tindakan. Relativisme dalam arti lain menyiratkan penolakan dari peraturan moral yang sesungguhnya untuk petunjuk perilaku. Relativisme adalah suatu sikap penolakan terhadap nilai-nilai moral yang absolut untuk mengarahkan perilaku moral. Sedangkan idealisme mengacu pada suatu hal yang dipercaya oleh individu dengan konsekuensi yang dimiliki dan diinginkannya tidak melanggar nilai-nilai moral. Kedua konsep tersebut bukan merupakan dua hal yang berlawanan tetapi lebih merupakan bagian yang terpisah.

Forsyth (1980) membangun instrumen untuk mengukur kecenderungan seseorang apakah seseorang tergolong dalam idealisme atau relativisme yang disebut dengan *Ethics Positions Questinaire* (EPQ). Teori etika bisnis secara umum percaya bahwa ketika harus dihadapkan pada kondisi yang melibatkan etika, seorang akan menerapkan *ethical guidelines* yang dibangun berdasarkan *moral philosophies* (Fernando *et al.*, 2008). *Moral philosophy* merupakan prinsip atau aturan yang digunakan oleh individu untuk menentukan apakah sesuatu itu baik atau buruk.

Abdalmohammadi dan Sultan (2002) melakukan eksperimen untuk menguji apakah mahasiswa yang memiliki standar etika yang lebih rendah akan cenderung melakukan *insider trading*. Subjek eksperimen disituasikan dalam simulasi perdagangan dan grup eksperimen memiliki akses terhadap *inside information* sedangkan grup kontrol tidak memiliki akses. Semua subjek eksperimen diberi tahu bahwa transaksi dengan memanfaatkan *insider information* adalah ilegal dan merupakan tindakan yang tidak etis. Dengan menggunakan *P-Score* untuk mengukur *moral reasoning* dari subjek, hasil penelitiannya menunjukkan bahwa individu yang cenderung melakukan *insider trading* memiliki *ethical reasoning* yang lebih rendah.

Forsyth (1992) menyatakan bahwa seseorang yang idealis akan mempertimbangkan keputusan etisnya berdasarkan prinsip etis yang berlaku secara universal, sedangkan orang dengan prinsip relatif keputusan etis yang diambil akan berdasarkan pada kepentingan pribadinya. Seseorang idealis yang memiliki kepentingan pribadi untuk melakukan *insider trading* akan tetap menganggap bahwa *insider trading* tidak etis dilakukan dan sebaliknya. Seseorang yang memiliki kepentingan pribadi dan menganggap bahwa hukum tidak adil akan semakin cenderung untuk melakukan *insider trading*.

H_{A3}: *Ethical position* memediasi hubungan antara *personal benefit* dengan terjadinya *insider trading*

H_{A4}: *Ethical position* memediasi hubungan antara persepsi keadilan hukum dengan terjadinya *insider trading*.

METODE PENELITIAN

Populasi dari penelitian ini adalah para investor pasar modal di Indonesia, sedangkan sampel yang digunakan adalah investor dan calon investor yang ada di Yogyakarta. Calon investor adalah mahasiswa yang sudah menempuh mata kuliah Pengantar Pasar Modal atau Teori Portofolio serta mahasiswa yang tergabung dalam Kelompok Studi Pasar Modal (KSPM). Sampel dipilih dengan menggunakan metode insidental yaitu investor dan calon investor yang digunakan sebagai sampel adalah yang secara insidental bertemu dengan peneliti dan dipandang cocok sebagai sumber data. Diharapkan seluruh sampel memiliki pemahaman yang memadai tentang mekanisme transaksi di pasar modal sehingga mengetahui skema keuntungan dan kerugian dari *insider trading*. Selain itu diharapkan seluruh responden merupakan investor yang aktif melakukan perdagangan di pasar modal. Data dari penelitian ini merupakan data primer yang diperoleh dengan menyebarkan kuisioner. Jumlah kuisioner yang disebarakan masing-masing 100 untuk investor dan calon investor.

Variabel-variabel yang akan diteliti adalah kecenderungan tindakan *insider trading* sebagai variabel dependen, *personal benefit* dan persepsi keadilan hukum sebagai variabel dependen dan *ethical position* sebagai variabel mediasi.

Berikut ini adalah definisi dan cara pengukuran dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

1. *Insider trading* adalah transaksi yang dilakukan oleh orang dalam perusahaan dengan menggunakan informasi material yang belum dipublikasikan kepada publik. Untuk mengukur variabel ini digunakan 2 item pertanyaan dengan menggunakan instrumen yang dikembangkan oleh Beams *et al.* (2003) modifikasi dengan desain instrumen yang digunakan oleh Abdolmohammadi dan Sultan (2002) untuk melihat kecenderungan orang melakukan *insider trading*. Skala yang digunakan adalah skala probabilitas 0 sampai dengan 100. Beams *et al.* (2003) menyatakan bahwa digunakannya skala 0-100 adalah untuk memberikan tingkat akurasi yang lebih besar dari pada menggunakan skala Likert.
2. *Personal benefit* adalah keuntungan pribadi yang diharapkan akan diterima atau diperoleh sebagai akibat dari tindakan *insider trading* yang dilakukan oleh orang dalam perusahaan. Instrumen yang digunakan dalam penelitian ini adalah instrumen yang dibangun oleh Beams *et al.* (2003) dengan skala probabilitas 0 sampai 100%. *Personal benefit* dari penelitian ini diukur dengan 2 item yaitu *expected gain* (keuntungan ekspektasian) dan *avoiding losses* (menghindari kerugian).
3. Persepsi keadilan hukum adalah persepsi dari individu atas keadilan yang diterapkan terkait Undang-undang dan peraturan terkait sanksi dan penegakan terhadap praktik *insider trading* yang adil. Instrumen yang digunakan untuk mengukur persepsi keadilan hukum digunakan instrumen yang dibangun oleh Beams *et al.* (2003) dengan skala probabilitas 0 sampai 100%. Keadilan hukum diukur dengan 2 item yaitu persepsi keadilan hukum dalam melakukan *insider trading* dan *severity of punishment* (beratnya hukuman) atas tindakan tersebut.
4. *Ethical position* berkaitan dengan apa yang seseorang yakini (Forsyth, 1980) yang lebih mengarah pada nilai etis yang dimiliki seseorang. Berdasarkan taksonomi yang dibangun oleh Forsyth (1980) *ethical position* terdiri dari 2 yaitu idealisme dan relativisme. Untuk mengukur *ethical position* digunakan *Ethical Position Questionnaire* (EPQ) yang dibangun oleh Forsyth (1980). Kuisioner tersebut terdiri dari 20 item pertanyaan, 10

pertanyaan untuk mengukur idealisme dan 10 untuk relativisme. Skala yang digunakan adalah skala likert dari 1 sampai 9.

Teknik pengujian data menggunakan uji validitas dan reliabilitas. Sedangkan teknik analisis data yang akan digunakan adalah *Path Analysis* yang melalui dua tahap, yaitu tahap pertama dengan regresi linier sederhana dan tahap kedua dengan analisis regresi linear berganda.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sampel

Data diperoleh dengan cara membagikan kuisioner kepada investor dan calon investor. Berdasarkan penyebaran kuisioner yang telah dilakukan, diperoleh 90 data yang dapat dianalisis. Berikut ini adalah tabulasi perolehan data yang dilakukan melalui penyebaran kuisioner.

Tabel 1. Tabulasi Sampel

Jenis	Jumlah Kuisioner (eksemplar)			
	Dibagi	Kembali	Tidak Lengkap	Lengkap
Investor	100	64	11	52
Calon Investor	100	50	12	38
Jumlah data digunakan				90

Menurut usianya diketahui sebagian besar atau sebanyak 70% responden berumur 21-25 tahun. Hal ini dikarenakan sebagian besar adalah mahasiswa. Sisanya sebanyak 12% berumur 26-30 tahun, sebanyak 11% berusia 31-40 dan sebanyak 7% berumur di atas 41 tahun.

Tabel 2. Demografi Responden Berdasarkan Usia

Usia	Jumlah	%
– 25 tahun	63	70
26 – 30 tahun	11	12
31 – 40 tahun	10	11
>41 tahun	6	7
Jumlah	90	100

Berdasarkan data yang telah dikumpulkan diketahui sebanyak 44% investor yang menjadi responden masih menjadi mahasiswa dan sisanya adalah karyawan dan wiraswasta. Sebagian besar menyatakan aktif melakukan perdagangan di pasar modal dan sisanya tidak aktif. Sedangkan dari calon investor sebanyak 68% merupakan mahasiswa yang aktif di KSPM yang mengetahui mekanisme perdagangan di pasar modal.

Tabel 3. Demografi Responden Berdasarkan Pekerjaan

Investor			Calon Investor		
Pekerjaan	Jumlah	%	Keterangan	Jumlah	%
Wiraswasta	12	23	KSPM	26	68
Karyawan	17	33	Non KSPM	12	32
Mahasiswa	23	44			
Jumlah	52	100	Jumlah	38	100

Berdasarkan hasil uji t diketahui tidak terdapat perbedaan signifikan pada kecenderungan melakukan *insider trading* pada kedua jenis responden. Sehingga pada analisis berikutnya kedua sampel tidak dibedakan.

Tabel 4. Hasil Uji Beda Jenis Responden

	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference
Equal variances assumed	-0,599	88	0,551	-3,35671	5,60757

Uji Validitas dan Reliabilitas

Sebelum digunakan untuk analisis lebih lanjut, hasil pengumpulan data diuji terlebih dahulu untuk memastikan apakah kuisioner yang digunakan telah valid dan reliabel. Hasil pengujian validitas dengan Analisis Faktor dan uji reliabilitas dengan *Cronbach Alpha* dapat disimpulkan bahwa kuisioner valid dan reliabel untuk digunakan. Hasil uji validitas dan reliabilitas secara lengkap disajikan pada tabel-tabel berikut ini:

Tabel 5. Uji Instrumen untuk Variabel *Insider Trading*

Indikator	Uji Validitas		Uji Reliabilitas
	<i>Factor loading</i>	Ket	
IT1	0,862	Valid	0,807
IT2	0,862	Valid	

Tabel 6. Uji Instrumen untuk Variabel *Personal Benefit*

Indikator	Uji Validitas		Uji Reliabilitas
	<i>Factor loading</i>	Ket	
PB1	0,609	Valid	0,622
PB2	0,829	Valid	
PB3	0,601	Valid	
PB4	0,783	Valid	

Tabel 7. Uji Instrumen untuk Variabel Persepsi Keadilan Hukum
(*Fairnes of Law/FL*)

Indikator	Uji Validitas		Uji Reliabilitas
	<i>Factor loading</i>	Ket	
FL1	0,547	Valid	0,807
FL2	0,838	Valid	
FL3	0,789	Valid	

Tabel 8. Uji Instrumen untuk Variabel *Ethical Position*

Indikator	Uji Validitas		Uji Reliabilitas	Indikator	Uji Validitas		Uji Reliabilitas	Uji Reliabilitas
	Factor loading	Ket			Factor loading	Ket		
IDEAL1	0,643	Valid	0,785	REL1	0,505	Valid	0,816	
IDEAL2	0,641	Valid		REL2	0,509	Valid		
IDEAL3	0,780	Valid		REL3	0,582	Valid		
IDEAL4	0,650	Valid		REL4	0,644	Valid		
IDEAL5	0,598	Valid		REL5	0,789	Valid		
IDEAL6	0,546	Valid		REL6	0,681	Valid		
IDEAL7	0,801	Valid		REL7	0,647	Valid		
IDEAL8	0,737	Valid		REL8	0,636	Valid		
IDEAL9	0,735	Valid		REL9	0,627	Valid		
IDEAL10	0,647	Valid		REL10	0,585	Valid		

Statistik Deskriptif

Berikut ini disajikan statistik deskriptif dari data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 9. Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IT	90	,00	100,00	55,8611	26,8080
PB	90	13,50	100,00	63,3528	16,95669
PBGAIN	90	7,50	100,00	64,2000	21,81354
PBLOSS	90	5,00	100,00	62,5056	19,11372
FL	90	,00	84,00	42,9556	22,01175
ETHIC	90	1,00	2,00	1,3444	,47785
Valid N (listwise)	90				

Hasil Pengujian Hipotesis

Untuk menguji H_{A1} dan H_{A2} peneliti menggunakan Regresi Linear Berganda. Berikut ini disampaikan hasilnya:

Tabel 10. Hasil Uji Regresi Linear Berganda

Variabel	B	Sig	Keterangan
<i>Personal benefit</i>	0,257	0,135	Tidak signifikan
Persepsi Keadilan Hukum	-0,004	0,973	Tidak signifikan

Berdasarkan hasil yang disajikan pada tabel 10 menunjukkan bahwa *variable personal benefit* dan persepsi keadilan hukum tidak mempengaruhi terjadinya *insider trading*. Untuk melakukan analisis lebih lanjut peneliti membedakan *personal benefit* menjadi dua jenis yaitu manfaat berupa memperoleh keuntungan dari melakukan *insider trading* dan manfaat berupa menghindari kerugian dari melakukan *insider trading*. Berikut ini adalah hasil pengujian dari *variable personal benefit*:

Tabel 11. Hasil Uji Regresi Linear Berganda

Variabel	B	Sig	Keterangan
PBGain	0,379	0,006	Signifikan
PBAvoid Loss	-0,173	0,251	Tidak signifikan

Tabel 11 menunjukkan bahwa pada kondisi terdapat keuntungan yang dapat diperoleh, pelaku pasar modal cenderung melakukan *insider trading*. Sedangkan dalam kondisi memperoleh manfaat berupa menghindari kerugian investor cenderung tidak melakukan *insider trading*. Hasil penelitian ini mendukung H_{A1} yang menyatakan bahwa *personal benefit* mempengaruhi terjadinya *insider trading*. Sehingga untuk analisis berikutnya *personal benefit* diukur dari *personal benefit* berupa memperoleh keuntungan. Hal ini sesuai dengan hasil temuan McGee (2009) yang menyatakan bahwa *insider trading* etis dilakukan jika *gains* yang akan diperoleh lebih besar dari pada *losses* ketika seseorang melakukan *insider trading*. Penelitian Seyhun (1998) menemukan bukti bahwa *insider trading* mampu memprediksi keuntungan yang akan datang, dan meskipun praktik ini dilarang, *insider trading* terbukti sebagai praktik yang mampu memberikan banyak keuntungan.

Hipotesis kedua dari penelitian ini adalah persepsi keadilan hukum mempengaruhi terjadinya *insider trading*. Tabel 10 menunjukkan nilai signifikansi dari *variable* persepsi keadilan hukum sebesar 0,973 di atas nilai signifikansi sebesar 0,05. Sehingga H_{A2} dari penelitian ini tidak dapat didukung. Hasil ini mendukung temuan Scott dan Grasmick (1981) menguji pengaruh persepsi keadilan hukum terhadap kepatuhan atas hukum. Mereka menemukan bahwa persepsi keadilan hukum tidak menyebabkan seseorang patuh meskipun terdapat ancaman hukuman yang berat.

Hipotesis ketiga dari penelitian ini akan melihat *insider trading* dari sudut pandang etika. Penelitian ini menggunakan *ethical position* sebagai *variable* mediasi untuk melihat apakah dengan *ethical position* seseorang akan mempengaruhi terjadinya *insider trading*. Untuk menguji hal ini, peneliti menggunakan path analysis. Berikut ini disajikan hasil pengujiannya:

Tabel 12. Hasil Path Analysis Variabel Personal Benefit

IDEALISM			RELATIVISM	
PB → IT		0,379	PB → IT	0,379
PB → IDE	-0,009		PB → REL	3,009
IDE → IT	2,256		REL → IT	-0,002
PB → IDE → IT	(-0,009)*2,256	-0,0203	PB → REL → IT	-0,006018

Berdasarkan hasil *Path Analysis* diketahui bahwa besarnya pengaruh langsung variabel *personal benefit* lebih besar dibandingkan dengan melalui variabel *ethical position*. Artinya *ethical position* seseorang baik yang berorientasi idealis maupun relativis tidak mempengaruhi seseorang dalam pengambilan keputusan *insider trading*. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan H_{A3} dari penelitian ini tidak dapat didukung.

Sedangkan untuk variabel persepsi keadilan hukum diperoleh hasil pengujian sebagai berikut:

Tabel 13. Hasil *Path Analysis* untuk Persepsi Keadilan Hukum

IDEALISM			RELATIVISM		
FL → IT		-0,004	FL → IT		-0,004
FL → IDE	-0,007		FL → REL	-0,002	
IDE → IT	2,256		REL → IT	-1,586	
FL → IDE → IT	-0,007*2,256	-0,1575	FL → REL → IT		0,003172

Tabel 13 menunjukkan bahwa pengaruh tidak langsung *variable* persepsi keadilan hukum terhadap terjadinya *insider trading* lebih besar setelah dimediasi oleh *ethical position* seseorang yang cenderung idealis. Artinya pada seseorang yang lebih berorientasi etika idealis, maka semakin tinggi idealisme seseorang maka kemungkinan terjadinya *insider trading* semakin rendah. Sehingga H_{A4} dari penelitian ini dapat didukung.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini menguji pengaruh *variable personal benefit* dan persepsi keadilan hukum terhadap terjadinya *insider trading*. Selain itu penelitian ini mencoba melihat fenomena *insider trading* dari perspektif etika. Hasil dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Personal benefit* berupa kemungkinan memperoleh keuntungan dari melakukan *insider trading* berpengaruh signifikan terhadap terjadinya *insider trading*.
2. Persepsi keadilan hukum tidak berpengaruh signifikan terhadap terjadinya *insider trading*.
3. *Ethical position* tidak memediasi hubungan *personal benefit* terhadap tindakan *insider trading*.
4. *Ethical position* memediasi hubungan persepsi keadilan hukum terhadap tindakan *insider trading*.

Saran

Penelitian yang akan datang sebaiknya mempertimbangkan beberapa hal berikut ini:

1. Beberapa investor dan calon investor yang menjadi responden dari penelitian ini tidak aktif melakukan perdagangan di pasar modal sehingga tidak mengetahui dengan pasti skema keuntungan dan kerugian berinvestasi di pasar modal. Penelitian yang akan datang sebaiknya meningkatkan jumlah responden yang merupakan investor aktif dalam melakukan perdagangan di pasar modal.
2. Penggunaan kuisioner kurang memberikan gambaran dengan pasti tentang situasi terjadinya *insider trading*. Penelitian yang akan datang dapat menggunakan pendekatan eksperimen untuk mengukur terjadinya *insider trading* sehingga lebih dapat menangkap fenomena dengan lebih baik.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terjadinya *insider trading* dipengaruhi oleh adanya kemungkinan *personal benefit* yang akan diperoleh pelakunya. Sedangkan persepsi keadilan hukum tidak berpengaruh signifikan terhadap terjadinya *insider trading*. Implikasinya, Otoritas Jasa Keuangan sebagai lembaga pengawas pasar modal hendaknya membuat peraturan hukum yang adil misalnya dengan meningkatkan ancaman bagi pelaku dan perlindungan bagi

para korban. Dengan demikian diharapkan muncul kepatuhan dari masyarakat. Hal yang lebih utama adalah mekanisme pembuktian terjadinya *insider trading* harus dirancang dengan baik agar proses hukum dari *insider trading* dapat dilaksanakan dengan cepat. Dari perspektif etika, hendaknya pendidikan etika sejak dini harus diberikan kepada calon investor dan para pelaku pasar modal yang lainnya agar dapat memahami bahwa terdapat tindakan di pasar modal yang dapat merugikan orang lain secara tidak etis. Dengan pendidikan yang baik diharapkan dalam mengambil keputusan etis para pelaku pasar modal nantinya dapat menggunakan *ethical reasoning* yang tepat.

REFERENSI

- Abdolmohammadi, Mohammad dan Sultan, Jangahir. 2002. Ethical Reasoning and the Use of Insider Information in Stock Trading. *Journal of Business Ethics*. Vol. 37. pp. 165-173.
- Beams, Joseph D., Robert M. Brown dan Larry N. Killough. 2003. An Experimental Testing the Determinants of Non-Compliance with Insider Trading Laws. *Journal of Business Ethics*. Vol. 45. pp. 309-323.
- Bettis, C., J. Coles dan M.L. Lemmon. 2000. Corporate Policies Restricting Trading by Insider. *Journal of Financial Economics*. Vol. 57 No. 2. pp. 191-220.
- Fernando, Mario, S. Dharmage dan S. Almeida. 2008. Ethical Ideologies of Senior Australian Managers: An Empirical Study. *Journal of Business Ethics*. Vol. 82. pp. 145-155.
- Forsyth, D.R. 1980. A Taxonomy of Ethical Ideologies. *Journal of Personality and Social Psychology*. Vol. 39. pp. 175-84.
- Forsyth, D.R. 1992. Judging the Morality of Business Practices: The Influence of Personal Moral Philosophies. *Journal of Business Ethics*. Vol. 11: 461-470.
- Greenfield, A.C. Jr., C.S. Norman dan B. Wier. 2008. The Effect of Ethical Orientation and Personal Commitment on Earning Management Behavior. *Journal of Business Ethics*. Vol. 83. pp. 419-434.
- Hair, J., W. Black, dan R. Anderson. 2010. *Multivariate Data Analysis*. Seventh Edition. Upper Saddle River: Pearson Education.
- Kahneman, Daniel dan Tversky, Amos. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*. March 47 (2). pp. 263-291.
- Karande, Kiran., C.P. Rao dan Anusorn Singhapakdi. 2002. Moral Philosophies of Marketing Managers: A Comparison of American, Australian, and Malaysian Culture. *European Journal of Marketing*. Vol. 36 No. 76. pp. 768 -791.
- Marsden, James R. dan Tung, Y. Alex. 1999. The Use of Information System Technology to Develop Tests on Insider Trading and Asymmetric Information. *Management Science*. August. Vol. 45 No. 8. pp. 1025-1040.
- Manne, H. 1966. *Insider Trading and the Stock Market*. The Free Press. New York.
- McGee, Robert W. 2008. Applying Ethics to Insider trading. *Journal of Business Ethics*. Vol. 77: 205-217.

- McGee, Robert W. 2009. Analyzing Insider Trading from the Perspectives of Utilitarian Ethics and Rights Theory. *Journal of Business Ethics*. Vol. 91. pp. 65–82.
- Republik Indonesia. 1995. *Undang-undang No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal*. Jakarta
- Rosenberg, Jerry M. 1992. *Dictionary of Investing (Business Dictionary Series 2nd Edition*. Willey. United States.
- Scott, W.J. dan H.G. Grasmick. 1981. Deterrence and Income Tax Cheating: Testing Interaction Hypothesis in Utilitarian Theorist. *The Journal of Applied Behavioral Science*. Vo. 17 (3). pp. 395-408.
- Seyhun, H.N. 1992. The Effectiveness of the Insider Trading Sanctions. *Journal of Law and Economics*. Vol. 35. pp. 149-182.
- Seyhun, H.N. 1998. *Investment Intelligent from Insider Trading*. MIT Press.
- Snoeyonbos, M. dan K. Smith. 2000. Ma and Sen on Insider Trading Ethics. *Journal of Business Ethics*. Vol. 28. pp. 361-363.
- Statman, Meir. 2007. Local Ethics of Global World. *Financial Analyst Journal*. Vol. 63 No. 3. pp. 32-41.
- Statman, Meir. 2009. The Culture of Insider Trading. *Journal of Business Ethics*. Vol. 89. pp. 51-58.
- Strudler, A. and E. W. Orts. 1999. Moral Principle in the Law of Insider Trading, *Texas Law Review*. Vol. 78 No. 2. pp 375–438.
- Werhane, Patricia H. 1989. The Ethics of Insider Trading. *Journal of Business Ethics* Vol. 8. pp. 841-845.

