



Konsep Disgorgement Fund Antara Indonesia, India dan Amerika Serikat Melalui Studi Perbandingan Hukum

Tifani Rizki Dianisa^{1*}, Adi Sulistiyono²

^{1,2} Universitas Sebelas Maret, Indonesia

Korespondensi penulis dianisaatifani08@student.uns.ac.id

Abstract. *This research aims to analyze the concept of Disgorgement Fund in Indonesia, India, and the United States through a comparative legal study approach. The Disgorgement Fund is a legal mechanism aimed at returning illegally obtained profits to the aggrieved parties and serves as a form of recovery for investors. The methodology employed includes analysis of legislation, court practices, and regulatory policies in the three countries. The findings indicate that while all three countries share the same goals in the implementation of the Disgorgement Fund, there are significant differences in the implementation and legal approaches taken. In the United States, the Disgorgement Fund is detailed by the Securities and Exchange Commission (SEC), while in Indonesia and India, it is still in the developmental stage and often influenced by local social and economic contexts. This research provides recommendations for enhancing the legal framework and implementation of the Disgorgement Fund in Indonesia and India, as well as offering a broader perspective on understanding the importance of investor protection in the context of the global capital market.*

Keywords: *Disgorgement fund, Legal comparison, Capital Market*

Abstrak. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis konsep Disgorgement Fund di Indonesia, India, dan Amerika Serikat melalui pendekatan studi perbandingan hukum. Disgorgement Fund merupakan mekanisme hukum yang bertujuan untuk mengembalikan keuntungan yang diperoleh secara tidak sah kepada pihak yang dirugikan, serta sebagai bentuk pemulihan bagi investor. Metodologi yang digunakan meliputi analisis peraturan perundang-undangan, praktik pengadilan, dan kebijakan regulator di ketiga negara. Hasil penelitian menunjukkan bahwa meskipun ketiga negara memiliki tujuan yang sama dalam penerapan Disgorgement Fund, terdapat perbedaan signifikan dalam implementasi dan pendekatan hukum yang diambil. Di Amerika Serikat, Disgorgement Fund telah diatur secara rinci oleh Securities and Exchange Commission (SEC), sedangkan di Indonesia dan India masih dalam tahap pengembangan dan sering kali dipengaruhi oleh konteks sosial dan ekonomi lokal. Penelitian ini memberikan rekomendasi untuk peningkatan kerangka hukum dan implementasi Disgorgement Fund di Indonesia dan India, serta menawarkan perspektif yang lebih luas untuk memahami pentingnya perlindungan investor dalam konteks pasar modal global.

Kata kunci: Disgorgement fund, Perbandingan hukum, Pasar Modal

1. LATAR BELAKANG

Pasar Modal menjadi alternatif pendanaan baik bagi pemerintah maupun swasta. Melalui pasar modal pemerintah dapat menerbitkan obligasi atau surat utang dan menjualnya kepada masyarakat untuk memperoleh pendanaan. Di sisi lain, pihak swasta juga dapat memperoleh pemasukan dana dengan menerbitkan efek dalam bentuk saham maupun obligasi dan kemudian diperjualbelikan dalam pasar modal.

Secara umum definisi pasar modal sama dengan pasar, tetapi terdapat sedikit perbedaan pada objek yang diperjualbelikan (Qamariyanti and Tavinayati 2009, 1). Istilah pasar modal (capital market) diartikan sebagai tempat atau sistem mengenai bagaimana cara dipenuhinya kebutuhan-kebutuhan dana untuk capital suatu perusahaan atau dengan kata lain menjadi tempat orang membeli atau menjual surat efek yang baru dikeluarkan (Munir, 1996: 10).

Pasar modal merupakan salah satu sumber pendanaan yang berperan penting dalam menumbuhkan perekonomian di Indonesia. Berdasarkan data dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) per 28 Desember 2023 Indeks Harga Saham Global (IHSG) Indonesia berada di posisi 7.303,89 poin atau meningkat sebesar 6,62% dari tahun sebelumnya. Peningkatan IHSG juga diimbangi dengan peningkatan kapitalisasi pasar sebesar 23,82% atau senilai Rp.11.762 triliun.

Sistem pasar modal memberikan kesempatan bagi orang yang memiliki uang tunai untuk menempatkan uang tersebut dan memperoleh pengembalian, sementara penjamin dapat melibatkan aset yang diperoleh untuk tujuan usaha tanpa bergantung pada aksesibilitas aset dari organisasi yang sebenarnya (Sumadi, Hendra Kurniawan and Ferdinand Novando 2023). Posisi demikian menunjukkan pentingnya perlindungan khususnya bagi investor guna memperlancar sistematisasi pasar modal.

Pemerintah Indonesia melalui OJK berupaya memfasilitasi kebutuhan perlindungan investor melalui penetapan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) salah satunya POJK No. 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal. Namun, pasal 24 peraturan ini ditegaskan bahwa dana perlindungan permodal hanya dapat dipergunakan apabila kustodian tidak dapat mengembalikan aset investor yang hilang dan tidak dapat melanjutkan kegiatan usahanya sampai batas waktu yang ditentukan oleh OJK (Purboningtyas and Adya Prabandari, Perlindungan Hukum Bagi Investor Pasar Modal Indonesia Oleh Securities Investor Protection Fund 2019). Aturan tersebut memberikan celah dalam perlindungan hukum karena tidak terdapat lembaga yang bertugas melindungi aset investor jika terjadi pelanggaran oleh pihak lain.

Melalui website resmi, OJK tercatat bahwa sepanjang tahun 2023 telah ditetapkan 796 surat sanksi baik karena keterlambatan pelaporan maupun pelanggaran terhadap pelaku pasar modal. Undang – Undang Nomor 8 Tahun 1995 memberikan opsi perlindungan hukum bagi Investor dalam pasal 102 dan 103 yakni pemberian sanksi administratif bagi pelanggaran administratif dan pemberian sanksi pidana bagi pelanggaran pidana serta alternatif lain melalui gugatan perdata. Akan tetapi, ketiga opsi yang diberikan tidak menguntungkan bagi investor dan menimbulkan hilangnya rasa percaya atas kerugian yang dialami.

Pemulihan atas kerugian inilah yang menjadi poin krusial dalam upaya pemberian perlindungan hukum bagi investor. Oleh karena itu, OJK mengadopsi konsep Disgorgement dan Disgorgement Fund untuk membantu pemulihan dana dan aset investor. POJK No 65/POJK.04/2020 tentang Pengembalian Keuntungan Tidak Sah dan Dana Kompensasi Kegiatan Investor di Bidang Pasar Modal menjadi harapan baru bagi investor dalam melakukan investasi di Pasar Modal Indonesia.

Konsep disgorgement mulai diperkenalkan oleh Amerika Serikat melalui penyelesaian kasus Texas Gulf Sulphur (TGS). United States Securities and Exchange Commission (SEC) menduga bahwa TGS termasuk di dalamnya pejabat, direktur dan karyawannya telah melanggar pasal 10(b) dan pasal 10b-5 (2) *Securities Exchange Act* “*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any national securities exchange to make any untrue statement of material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made in the light of the circumstances under which they were made, not misleading*”. Kasus ini bermula dari penemuan SEC bahwa sejak 12 November 1963 sampai dengan 16 April 1964 beberapa terdakwa telah melakukan aktivitas pembelian, penarikan dan merekomendasikan saham TGS atas dasar informasi orang dalam mengenai kegiatan eksplorasi TGS yang dirahasiakan dari publik serta adanya siaran pers oleh TGS yang salah dan menipu sehubungan dengan aktivitas eksplorasi tersebut.

Putusan pengadilan dalam kasus ini menerapkan usulan SEC dengan membebaskan tergugat membayar keuntungan yang diperoleh secara tidak sah dengan membayar selisih antara harga rata – rata saham dan harga pembelian saham (harga pembelian dan biaya pelaksanaan) dengan bunga sesuai kurs yang sah di New York. Pengadilan memerintahkan tergugat membayar keuntungan tidak sah atau disgorgement ke rekening escrow yang selanjutnya akan diolah dan didistribusikan administrator yang ditunjuk oleh SEC. Penghitungan disgorgement di Amerika Serikat bahkan mengizinkan pengenaan hukuman hingga tiga kali lipat dari jumlah keuntungan yang diperoleh pelanggar.

Konsep serupa juga diterapkan di India tepatnya dalam kasus Dhaval Mehta pada tahun 2008. Securities and Exchange Board of India (SEBI) mengungkapkan hasil analisisnya bahwa terdapat pembukaan banyak rekening aferen pendek dengan akun fiktif. Lebih lanjut, ditemukan fakta bahwa setelah akun fiktif tersebut mendapatkan penjatahan saham dari Initial Public Offering (IPO), saham yang diterima dialihkan kepada principalnya atau pemegang rekening induk. Berdasarkan fakta demikian tertanggal 27 April 2006 SEBI melarang operator utama termasuk Dhaval Mehta untuk melakukan transaksi di pasar sekuritas termasuk IPO baik secara langsung maupun tidak langsung.

Hasil penyelidikan kemudian membuktikan bahwa Dhaval Mehta merupakan pemegang rekening induk dari ribuan akun fiktif. Hal ini terbukti dari pemeriksaan dokumen yang menemukan bahwa akun fiktif yang dicurigai melakukan transaksi kepada Mehta. Dhaval Mehta dikenakan hukuman denda atau disgorgement oleh SEBI sebesar 1 crore karena

melanggar pasal 12A UU SEBI dan peraturan 3 dan 4 Dewan Sekuritas dan Bursa India mengenai Larangan Praktik Perdagangan yang Menipu dan Tidak Adil dalam pasar sekuritas.

Berdasarkan gambaran faktual inilah dapat dilihat bahwa meskipun diadopsi dengan maksud dan tujuan yang sama, penerapan konsep dan mekanisme disgorgement fund antara Indonesia, India dan Amerika tentunya memiliki perbedaan dan kelebihan serta kekurangannya masing – masing. Oleh karena itu, melalui penelitian ini penulis akan membandingkan konsep disgorgement fund antara Indonesia, India dan Amerika Serikat melalui studi perbandingan hukum..

2. KAJIAN TEORITIS

Ganti Rugi

Ganti rugi merujuk pada kompensasi atas kerugian yang diderita oleh pihak tertentu. Dalam Kamus Besar Bahasa Indonesia, ganti rugi diartikan sebagai penyelesaian utang dengan memberikan barang senilai dengan utang tersebut. Sementara itu, dalam hukum internasional, kompensasi diartikan sebagai pembayaran moneter untuk mengganti kerugian atau kerusakan yang terjadi akibat tindakan tertentu. Dalam konteks hukum perdata, konsep ganti rugi memiliki akar dari hukum Romawi yang memberikan aturan mengenai penggantian atas cedera janji, termasuk penyanderaan dan ganti rugi finansial untuk kerugian materiil maupun immateriil.

Ganti rugi dalam hukum perdata Indonesia diatur dalam KUH Perdata, terutama pada Pasal 1238 dan 1243 yang mengatur wanprestasi. Ketika debitur gagal memenuhi kewajibannya, pemberian ganti rugi dapat berupa penggantian biaya, kerugian, dan bunga. Beberapa model ganti rugi yang dikenal antara lain ganti rugi berdasarkan perjanjian, ganti rugi ekspektasi, pergantian biaya, restitusi, dan quantum meruit. Selain itu, ganti rugi juga dapat timbul akibat perbuatan melawan hukum sebagaimana diatur dalam Pasal 1365 KUH Perdata.

Pasar Modal

Pasar modal merupakan mekanisme perdagangan instrumen keuangan seperti saham, obligasi, dan instrumen derivatif. Pasar modal memainkan peran penting dalam perekonomian karena menyediakan sumber dana jangka panjang bagi perusahaan dan pemerintah serta menjadi instrumen investasi bagi individu dan institusi. Pasar modal di Indonesia diatur dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang memberikan kerangka hukum bagi semua aktivitas di sektor tersebut.

Dalam pasar modal, terdapat dua jenis pelanggaran yang umum terjadi, yaitu pelanggaran administratif dan pelanggaran pidana. Pelanggaran administratif umumnya terkait dengan ketidakpatuhan terhadap peraturan pasar modal, sementara pelanggaran pidana berkaitan dengan tindakan seperti penipuan, insider trading, dan manipulasi pasar. Sanksi atas pelanggaran pidana pasar modal dapat berupa hukuman penjara hingga 10 tahun dan denda mencapai miliaran rupiah.

Disgorgement

Disgorgement merupakan mekanisme hukum yang mewajibkan pelaku pelanggaran di pasar modal untuk mengembalikan keuntungan yang diperoleh secara tidak sah. Konsep ini pertama kali diperkenalkan di Amerika Serikat melalui Securities Exchange Act of 1934 dan Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) pada tahun 1977. Disgorgement bertujuan untuk mengembalikan keuntungan yang tidak sah dari pelanggaran hukum dan mencegah terjadinya pelanggaran lebih lanjut di masa depan. Selain itu, disgorgement tidak dianggap sebagai hukuman, melainkan sebagai tindakan pemulihan yang adil.

Di Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengadopsi konsep disgorgement melalui Peraturan OJK Nomor 65/POJK.04/2020 tentang Pengembalian Keuntungan Tidak Sah. Dalam peraturan tersebut, disgorgement dipadukan dengan disgorgement fund, yaitu dana yang dikumpulkan dari pengembalian keuntungan tidak sah untuk didistribusikan kepada investor yang dirugikan. Disgorgement dan disgorgement fund di Indonesia menjadi upaya hukum dalam menjaga integritas dan keadilan di pasar modal.

Perlindungan Hukum

Perlindungan hukum adalah upaya yang diberikan oleh negara atau hukum untuk melindungi hak-hak individu yang dirugikan. Satjipto Rahardjo mendefinisikan perlindungan hukum sebagai pengayoman terhadap hak asasi manusia yang dilanggar oleh pihak lain. Perlindungan hukum ini mencakup aspek preventif, yang memberikan kesempatan bagi pihak yang dirugikan untuk mengajukan keberatan sebelum keputusan hukum dibuat, serta aspek represif, yang bertujuan menyelesaikan sengketa melalui pengadilan.

Perlindungan hukum dapat dibedakan menjadi perlindungan hukum preventif dan represif. Perlindungan preventif bertujuan untuk mencegah terjadinya pelanggaran hukum melalui pemberian hak kepada individu untuk mengajukan keberatan atau argumen. Sementara itu, perlindungan represif dilakukan melalui proses hukum setelah pelanggaran terjadi, dengan tujuan menyelesaikan sengketa. Di Indonesia, perlindungan hukum juga diatur dalam konstitusi dan berbagai undang-undang yang menjamin hak-hak warga negara.

3. METODE PENELITIAN

Penelitian hukum yang dilakukan dalam kajian ini merupakan penelitian hukum normatif atau doctrinal research, yang bertujuan untuk menganalisis bahan hukum primer, sekunder, dan non-hukum. Penelitian ini berfokus pada pemahaman sistematis terhadap aturan-aturan hukum yang berlaku, menganalisis hubungan antar peraturan, dan memprediksi perkembangan hukum di masa depan. Metode yang digunakan mengacu pada pandangan Terry Hutchinson dan Peter Mahmud Marzuki yang menyatakan bahwa penelitian ini memberikan penjelasan sistematis serta menyusun gambaran yang lengkap mengenai hukum tertentu. Selain itu, penelitian ini bersifat deskriptif analisis, artinya bertujuan untuk memberikan deskripsi yang rinci dan sistematis terkait permasalahan yang diteliti, sebelum menganalisis lebih jauh berdasarkan data yang ada.

Dalam pelaksanaannya, penelitian ini menggunakan pendekatan perundang-undangan (statute approach) dan pendekatan perbandingan (*comparative approach*). Pendekatan perbandingan dilakukan dengan membandingkan hukum di Indonesia, India, dan Amerika terkait kebijakan disgorgement fund. Seperti yang diungkapkan oleh Gutteridge, perbandingan hukum merupakan metode yang membantu untuk membandingkan hukum antar negara atau periode waktu yang berbeda. Dengan pendekatan ini, penulis berupaya untuk mengkaji dan memahami hukum perdata khususnya dalam kebijakan disgorgement fund di ketiga negara tersebut.

Bahan hukum yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari bahan hukum primer dan sekunder. Bahan hukum primer mencakup undang-undang, peraturan, dan putusan hakim, sementara bahan hukum sekunder berupa publikasi hukum yang relevan seperti buku, jurnal, dan artikel. Teknik pengumpulan bahan hukum dilakukan melalui studi kepustakaan, dengan metode analisis menggunakan silogisme dan pola berpikir deduktif. Dalam analisis ini, penulis menarik kesimpulan dari premis mayor dan minor serta melakukan interpretasi terhadap teori-teori hukum dan doktrin yang berkaitan dengan masalah yang dikaji. Metode ini bertujuan untuk memberikan penjelasan dan pemahaman yang mendalam terhadap isu hukum yang diteliti.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Kelebihan dan Kekurangan Disgorgement Fund dibandingkan dengan Metode Ganti Rugi Lain di Pasar Modal

Pasar modal memiliki peran penting dalam pembangunan ekonomi Indonesia sebagai sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan media investasi bagi masyarakat. Untuk memastikan peran tersebut berjalan optimal, diperlukan regulasi yang efektif dan berintegritas. Salah satu fokus utama regulasi pasar modal adalah perlindungan terhadap investor, di mana investor sebagai pelaku pasar memiliki posisi dominan namun bergantung pada perusahaan efek. Regulasi internasional seperti yang ditetapkan oleh International Organization of Securities Commission (IOSCO) mendorong terciptanya pasar modal yang wajar, efisien, dan transparan guna melindungi para investor.

Perlindungan hukum bagi investor di pasar modal menjadi tanggung jawab bersama seluruh elemen pasar modal. Di Indonesia, regulasi perlindungan hukum ini berada di bawah wewenang Otoritas Jasa Keuangan (OJK), sebagaimana diatur dalam UU No 21 Tahun 2011 tentang OJK. OJK bertanggung jawab memberikan perlindungan hukum melalui pendekatan preventif dan represif. Perlindungan preventif bertujuan untuk memberikan edukasi dan informasi kepada pelaku pasar modal, serta memberikan kewenangan kepada OJK untuk menghentikan aktivitas yang dinilai dapat menimbulkan kerugian.

Dalam menjalankan perlindungan preventif, OJK juga bertugas menangani pengaduan konsumen yang merasa dirugikan oleh lembaga jasa keuangan (LJK). OJK memfasilitasi pengaduan konsumen dengan menyediakan mekanisme pengaduan yang memadai dan memastikan penyelesaian sengketa sesuai dengan peraturan yang berlaku. Di sisi lain, perlindungan hukum represif memungkinkan OJK untuk mengambil tindakan hukum guna melindungi kepentingan konsumen, termasuk mengajukan gugatan perdata untuk memulihkan hak atau harta konsumen yang dirugikan.

Selain perlindungan hukum, regulasi pasar modal di Indonesia juga mengatur tentang sanksi bagi pelanggaran. Terdapat tiga jenis sanksi yaitu administratif, pidana, dan perdata. Sanksi administratif mencakup peringatan tertulis, denda, pembatalan usaha, hingga pencabutan izin usaha. Sanksi administratif denda menjadi yang paling umum diterapkan, sesuai dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No 36/POJK.02/2020 tentang tata cara penagihan sanksi administratif.

Sanksi pidana diberikan bagi pelanggaran serius di pasar modal yang diatur dalam UU No 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Pelaku pelanggaran dapat dipenjara minimal 5 tahun

dan maksimal 15 tahun, serta dikenai denda minimal Rp 5 miliar dan maksimal Rp 150 miliar. OJK memiliki kewenangan untuk menyelidiki dan mempertimbangkan pelanggaran hingga proses penyidikan, sebelum menyerahkan kasus ke pengadilan untuk diproses secara pidana.

Sanksi perdata di pasar modal memungkinkan investor yang dirugikan untuk menuntut ganti rugi melalui gugatan perbuatan melawan hukum. Pasal 111 UU No 8 Tahun 1995 memberikan hak kepada pihak yang dirugikan untuk menuntut ganti rugi dari pelaku pelanggaran, baik secara individu maupun bersama-sama dengan pihak lain yang mengalami kerugian serupa. Sanksi ini memberikan perlindungan tambahan bagi investor dalam memastikan hak-hak mereka terjaga.

Metode ganti rugi melalui gugatan perbuatan melawan hukum yang diajukan investor di pasar modal dilakukan melalui proses pra peradilan, yang memerlukan waktu panjang karena tidak bisa digabungkan dengan gugatan pokok. Proses ini memakan waktu lama karena setiap perkara harus diputuskan satu per satu, sehingga investor dapat mengalami kerugian lebih lanjut. Selama proses persidangan, aktivitas investasi tergugat di bursa efek bisa terganggu, bahkan berhenti, yang semakin memperbesar kerugian mereka.

Selain sanksi administratif, pidana, dan perdata yang konvensional, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) memperkenalkan inovasi baru melalui Peraturan OJK Nomor 65 Tahun 2020 yang memperkenalkan konsep disgorgement dan disgorgement fund. Konsep ini memberikan harapan bagi investor dalam meningkatkan keamanan transaksi di pasar modal. Disgorgement adalah upaya OJK untuk meminta pelanggar peraturan mengembalikan keuntungan yang diperoleh secara tidak wajar atau menghindari kerugian yang disebabkan oleh pelanggaran di pasar modal.

Dalam konsep disgorgement fund, dana yang dikumpulkan dari pelanggar digunakan untuk kompensasi bagi investor yang dirugikan. Dana tersebut dikelola oleh OJK dan dapat didistribusikan kepada investor yang telah mengajukan klaim sesuai ketentuan. OJK memiliki kewenangan untuk memblokir rekening efek pelanggar guna memastikan pembayaran disgorgement. Jika pelanggar mengabaikan perintah, mereka dapat dikenai sanksi pidana atau bahkan diajukan gugatan atau pailit oleh OJK.

Tujuan disgorgement mirip dengan konsep Securities Investor Protection Fund (SIPF) yang bertujuan melindungi aset investor di pasar modal. SIPF, di bawah pengawasan OJK, berfungsi untuk melindungi investor dari kerugian yang disebabkan oleh tindakan kriminal atau kebangkrutan perusahaan efek. Dana perlindungan ini merupakan skema untuk menjaga keamanan aset pemodal di Indonesia, serupa dengan praktik di berbagai negara maju lainnya.

Dana perlindungan pemodal SIPF dihimpun dari berbagai sumber, termasuk kontribusi awal dari Bursa Efek Indonesia (BEI), Lembaga Kliring dan Penjaminan (KPEI), serta Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian (KSEI), iuran keanggotaan, dan hasil investasi. SIPF juga memiliki Cadangan Ganti Rugi Pemodal (CGRP) yang digunakan untuk mengompensasi kehilangan aset investor ketika dana perlindungan tidak mencukupi. Namun, implementasi SIPF masih menghadapi masalah seperti mekanisme dana, ruang lingkup, dan besaran ganti rugi.

Dalam praktiknya, SIPF belum mencakup semua jenis pelanggaran pasar modal, seperti transaksi semu (goring saham) dan insider trading. Saat ini, kompensasi investor hanya terbatas pada kasus penyalahgunaan aset di perusahaan efek atau bank kustodian. Keterbatasan ini menunjukkan bahwa perlu ada pembaruan regulasi terkait SIPF untuk memperluas cakupan perlindungan investor di pasar modal.

Permasalahan lain yang dihadapi SIPF adalah kurang adaptifnya mekanisme dalam menghadapi transaksi semu dan insider trading. Hal ini menegaskan perlunya optimalisasi peraturan dan pengelolaan Dana Perlindungan Pemodal untuk memberikan perlindungan yang lebih luas dan efektif bagi investor di pasar modal Indonesia.

Di samping SIPF, ada juga PT Kliring Penjamin Efek Indonesia (KPEI) yang berperan dalam menjamin penyelesaian transaksi di pasar modal. KPEI menjadi salah satu elemen penting dalam pasar modal Indonesia dengan menyediakan mekanisme penjaminan melalui dana jaminan yang dikelola sesuai peraturan. Dana jaminan ini dihimpun dari kontribusi awal anggota kliring baru dan presentase dari nilai transaksi bursa yang telah diatur oleh OJK.

KPEI bersama dengan BEI dan KSEI berfungsi sebagai lembaga penyelenggara Self Regulatory Organization (SRO) yang bertanggung jawab terhadap keberlangsungan pasar modal. Sistem perdagangan elektronik yang saat ini diterapkan oleh KPEI dan rekan SRO lainnya merupakan upaya untuk meningkatkan efisiensi dan keamanan transaksi di pasar modal, yang sebelumnya dilakukan secara fisik dengan sertifikat efek.

Aspek hukum dana jaminan dalam pasar modal menunjukkan bahwa dana tersebut tidak dimiliki oleh pihak tertentu dan tidak dapat didistribusikan untuk keperluan lain kecuali untuk penjaminan penyelesaian transaksi. Hal ini menuntut landasan hukum yang jelas dalam pengelolaan dana jaminan. Berbeda dengan dana perlindungan pemodal, dana jaminan lebih fokus pada kewajiban kontraktual perusahaan efek, dan tidak berfungsi sebagai kompensasi bagi kerugian akibat pelanggaran hukum. Dalam konteks ini, perbandingan antara disgorgement fund dan metode ganti rugi lainnya, seperti SIPF dan KPEI, menunjukkan

kelebihan disgorgement yang meliputi proses yang lebih cepat, ruang lingkup yang lebih luas, dan potensi nominal ganti rugi yang lebih tinggi.

Proses klaim disgorgement diatur dalam POJK 65/POJK.04/2020, yang mengatur periode pengajuan klaim lebih cepat daripada pengembalian dana melalui dana perlindungan pemodal. Proses yang lebih efisien ini menarik minat investor dibandingkan gugatan perdata yang sering kali rumit dan memakan waktu. Selain itu, disgorgement sebagai instrumen hukum yang baru, dirancang untuk lebih adaptif terhadap pelanggaran yang terus berkembang di pasar modal, memberikan perlindungan yang lebih komprehensif daripada skema yang ada sebelumnya.

Namun, penerapan disgorgement juga menghadapi beberapa tantangan. Proses pembuktian yang sulit terkait pelanggaran pasar modal, seperti manipulasi pasar dan transaksi orang dalam, membutuhkan waktu lama dan identifikasi data yang mendalam. Selain itu, kurangnya transparansi dalam mekanisme penghitungan dan distribusi dana disgorgement menyebabkan ketidakpercayaan di kalangan investor. Meskipun pasar modal harus menjunjung tinggi keterbukaan, prosedur yang ada tidak cukup menjelaskan cara kerja dan besaran dana yang dapat dicairkan, yang dapat mendorong investor untuk lebih memilih jalur hukum tradisional.

Distribusi dana disgorgement juga menjadi masalah, di mana dana yang terkumpul tidak hanya dialokasikan untuk kompensasi kerugian tetapi juga digunakan untuk program pengembangan pasar modal yang mungkin tidak langsung bermanfaat bagi korban. Ketentuan dalam POJK yang mengizinkan penggunaan dana untuk pengembangan pasar modal dapat dianggap kontradiktif dengan tujuan keadilan korektif yang diharapkan. Oleh karena itu, diperlukan penjelasan yang lebih mendetail mengenai penggunaan dana ini agar dapat memenuhi prinsip keadilan korektif dan mengembalikan posisi investor yang dirugikan.

Konsep dan Mekanisme Disgorgement Fund di Berbagai Negara

Disgorgement telah menjadi alat penting bagi regulator pasar modal, khususnya di Amerika Serikat, untuk menghentikan praktik tidak adil dalam perdagangan sekuritas. Dalam konteks hukum, disgorgement didefinisikan sebagai tindakan menyerahkan keuntungan yang diperoleh secara ilegal atas permintaan atau paksaan hukum. Tujuan utama dari disgorgement adalah untuk mencegah pelanggaran terhadap undang-undang sekuritas dengan menarik kembali keuntungan yang dihasilkan oleh pelanggar. Seiring dengan perkembangan waktu, disgorgement diakui sebagai upaya hukum yang adil dan efektif dalam menyelesaikan pelanggaran, terutama setelah kasus Texas Gulf Sulphur memberikan ruang bagi SEC untuk memerintahkan pengembalian keuntungan yang melanggar hukum.

Sejarah disgorgement di Amerika Serikat dimulai sejak diberlakukannya Securities Exchange Act 1934. Pada awalnya, tidak ada ketentuan spesifik mengenai pengembalian keuntungan yang melanggar hukum, dan solusi untuk pelanggaran pasar modal terbatas pada perintah atau peringatan. Namun, setelah kasus Texas Gulf Sulphur, Mahkamah mulai menerima disgorgement sebagai langkah yang adil untuk melindungi investor. Pada tahun 1990, Kongres AS secara resmi mengesahkan aturan mengenai disgorgement, menjadikannya sebagai solusi yang lebih efektif untuk menangani perdagangan orang dalam dan penipuan sekuritas.

Disgorgement bukan hanya sekadar alat hukuman, melainkan juga diharapkan menjadi solusi yang adil untuk mencegah pengayaan tidak adil. SEC memiliki peran sentral dalam penegakan disgorgement, termasuk menghitung jumlah disgorgement berdasarkan estimasi yang masuk akal dari keuntungan yang diperoleh secara ilegal. SEC diharuskan untuk memberikan estimasi pada saat mengajukan pengaduan ke pengadilan, dan pelanggar memiliki hak untuk membuktikan ketidakadilan atas perkiraan tersebut. Dengan demikian, disgorgement diharapkan dapat memulihkan posisi investor dan mencegah pelanggaran di masa mendatang.

Untuk memperkuat mekanisme penegakan disgorgement, SEC bertindak berdasarkan berbagai undang-undang sekuritas, seperti Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, dan Sarbanes-Oxley Act 2002. Setiap undang-undang tersebut memiliki tujuan spesifik, mulai dari perlindungan informasi penting bagi investor hingga meningkatkan tanggung jawab perusahaan dan transparansi keuangan. Melalui kerangka hukum ini, SEC diizinkan untuk melakukan pengawasan terhadap praktik pasar dan memberikan perintah yang relevan untuk melindungi kepentingan investor.

Sumber disgorgement fund di Amerika Serikat mencakup sanksi moneter, termasuk denda, disgorgement, dan bunga. Besaran denda ditentukan berdasarkan tingkatan pelanggaran yang dilakukan, dengan tiga kategori yang mencakup denda maksimal untuk pelanggar individu dan subjek hukum lainnya. Ketentuan ini memastikan bahwa pelanggaran yang lebih serius akan dikenakan sanksi yang lebih berat, sehingga memberikan efek jera bagi pelanggar di pasar modal.

Di sisi lain, SEC memiliki kewenangan untuk mengatur distribusi disgorgement fund sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Sebagai bagian dari transparansi, SEC tidak diperkenankan untuk menggunakan dana disgorgement untuk membayar biaya pengacara, sehingga semua dana yang terkumpul digunakan untuk pemulihan investor. Aturan ini bertujuan untuk memastikan bahwa semua dana yang dihimpun dari disgorgement dialokasikan secara tepat untuk kepentingan investor yang dirugikan.

Dalam praktiknya, disgorgement diatur melalui sejumlah pasal dalam undang-undang sekuritas, termasuk larangan pembayaran biaya pengacara dengan dana hasil disgorgement dan pengaturan mengenai sanksi moneter. Selain itu, mekanisme offsetting disgorgement juga diatur untuk menghindari pengenaan ganti rugi ganda pada pelanggar. Hal ini menunjukkan adanya perhatian yang besar terhadap keadilan dan kepatuhan hukum dalam penegakan disgorgement di pasar modal.

Melalui pengaturan yang ketat dan transparan, disgorgement berfungsi tidak hanya sebagai alat hukuman tetapi juga sebagai mekanisme pemulihan yang penting bagi investor. Upaya untuk menciptakan keadilan di pasar modal akan terus dilakukan melalui berbagai amandemen dan pengembangan hukum, sehingga disgorgement dapat berfungsi dengan optimal dalam melindungi hak-hak investor.

Secara keseluruhan, disgorgement berperan penting dalam menjaga integritas pasar modal dan memberikan perlindungan kepada investor dari tindakan ilegal. Dengan sejarah dan evolusi hukum yang terus berkembang, disgorgement diharapkan dapat menjadi instrumen yang efektif untuk mencegah praktik tidak adil di pasar sekuritas. Komisi sekuritas di berbagai yurisdiksi, termasuk Amerika Serikat, akan terus berusaha untuk mengimplementasikan disgorgement dengan baik, mengingat dampaknya yang signifikan terhadap kepercayaan investor dan stabilitas pasar modal.

Securities Exchange Act of 1934 (the Exchange Act) berperan sebagai landasan pembentukan Securities Exchange Commission (SEC), yang ditugaskan untuk menegakkan hukum sekuritas federal dan melindungi keamanan investor. Meskipun begitu, Exchange Act tidak menyebutkan konsep disgorgement secara langsung, melainkan lebih berfokus pada kewenangan SEC dalam menegakkan regulasi pasar modal. Oleh karena itu, perkembangan konsep disgorgement di Amerika Serikat tidak terlepas dari upaya menegakkan hukum yang lebih luas, di mana disgorgement muncul sebagai instrumen untuk mencegah pelanggaran hukum dan menegakkan keadilan di pasar modal.

SEC memiliki kewenangan untuk mengambil tindakan preventif seperti "injunction" atau pemberian surat perintah guna mencegah pelanggaran lebih lanjut di pasar modal. Dengan demikian, langkah ini menandai awal mula pengenalan disgorgement sebagai mekanisme pemulihan bagi investor yang dirugikan. Selain itu, SEC menetapkan bunga disgorgement dan pembayaran penalti berdasarkan aturan yang berlaku, seperti dalam rule 600 yang mengatur bunga disgorgement yang harus dibayar pelanggar mulai dari hari pelanggaran hingga pembayaran dilakukan, serta ketentuan yang memungkinkan SEC untuk menetapkan bunga lebih rendah dalam kondisi tertentu.

Dalam hal pembayaran, SEC mengatur bahwa pelanggar harus memenuhi kewajiban pembayaran disgorgement, bunga, dan denda dalam waktu 21 hari setelah perintah dikeluarkan. Pembayaran harus dilakukan melalui saluran resmi yang ditentukan, dan disertai dengan dokumentasi yang jelas mengenai kasus dan identitas pelanggar. Jika pelanggar tidak mampu melakukan pembayaran, mereka diharuskan untuk menyerahkan bukti keuangan kepada SEC untuk membuktikan ketidakmampuan tersebut.

Mekanisme perhitungan disgorgement di Amerika mengharuskan pemisahan antara keuntungan yang sah dan tidak sah. Awalnya, SEC menggunakan estimasi yang dianggap wajar atas keuntungan ilegal, tetapi celah dalam metode ini memungkinkan penyalahgunaan. Dalam konteks kasus penipuan sistematis, semua keuntungan dapat dianggap melanggar hukum, sehingga sulit untuk memisahkan keuntungan legal dan ilegal. Hal ini mengarah pada perubahan prosedur di mana perhitungan harus mencerminkan estimasi wajar terkait pelanggaran yang dilakukan.

Pengadilan AS telah mengidentifikasi beberapa metode dalam perhitungan disgorgement, termasuk pertimbangan dasar biaya yang menghitung selisih antara harga jual dan harga pokok, serta pertimbangan nilai pasar saham pada tanggal penjualan. Selain itu, metode presentase digunakan untuk menentukan nilai disgorgement berdasarkan persentase perubahan nilai saham setelah informasi material non-publik disebarluaskan. Metode ini memungkinkan pengadilan untuk menghitung potensi kerugian yang dapat dihindari oleh investor.

Distribusi dana disgorgement dilakukan dengan mempertimbangkan identifikasi kelas investor yang dirugikan serta jumlah total dana yang tersedia. SEC mengajukan rencana distribusi dalam waktu 60 hari setelah dana diterima, mencakup prosedur penagihan, kriteria investor berhak, serta prosedur untuk pengajuan klaim. Selanjutnya, SEC wajib memberikan pemberitahuan mengenai adanya disgorgement fund kepada masyarakat, memungkinkan transparansi dan partisipasi publik dalam proses distribusi.

Setelah rencana distribusi disetujui, dana disgorgement akan didistribusikan oleh administrator yang ditunjuk SEC kepada investor yang memenuhi syarat. Proses ini memastikan bahwa dana yang diperoleh dari pelanggar dapat digunakan untuk mengompensasi kerugian yang dialami oleh investor yang terdampak, sehingga menegakkan keadilan dan memperkuat integritas pasar modal di Amerika Serikat.

Konsep Disgorgement di India

Undang-Undang Dewan Sekuritas dan Bursa India tahun 1992 (UU SEBI) menjadi regulasi utama yang mengatur penerapan disgorgement di India. Upaya pertama oleh Securities

and Exchange Board of India (SEBI) untuk menerapkan disgorgement muncul dalam kasus *Hindustan Lever Limited v. SEBI* dan *Rakesh Agarwal v. SEBI*, yang keduanya mengalami kegagalan akibat penolakan dari Securities Appellate Tribunal (SAT). Namun, disgorgement berhasil diterapkan dalam kasus penipuan *Roopal Ben Panchal*, di mana pengadilan menggunakan istilah pemulihan yang adil untuk menggambarkan tindakan ini sebagai cara untuk menghilangkan aktivitas melanggar hukum dan mengembalikan posisi pihak yang dirugikan.

Pengadilan dalam kasus *Roopal Ben Panchal* memberikan SEBI kewenangan luas, termasuk penerapan disgorgement berdasarkan pasal 11 dan 11B UU SEBI. Meskipun SEBI diizinkan untuk menggunakan disgorgement sebagai alat pemulihan, pengadilan dengan tegas menyatakan bahwa disgorgement bersifat ekuitas dan bukan hukuman. Penegasan ini menunjukkan komitmen untuk menjaga prinsip keadilan di pasar modal, sekaligus menekankan bahwa disgorgement tidak boleh dianggap sebagai sanksi, tetapi lebih kepada pemulihan kerugian bagi pihak yang dirugikan.

Kewenangan SEBI untuk mengarahkan disgorgement diperkuat oleh SAT, yang menekankan bahwa tujuan utama penerapan disgorgement adalah untuk memastikan bahwa pelaku tidak dapat mempertahankan keuntungan yang diperoleh dari tindakan melanggar hukum. Meskipun gagasan tentang disgorgement sudah ada, penerapannya secara formal baru ditetapkan dalam UU SEBI pada tahun 2014. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun ada upaya sebelumnya, pemahaman dan regulasi mengenai disgorgement baru mulai matang pada periode tersebut.

Dalam penegakan disgorgement, SEBI memiliki kewenangan untuk memberikan sanksi kepada pelanggar, baik sebelum maupun sesudah pembayaran dilakukan. Sebelum pembayaran, SEBI dapat melakukan penyitaan atau penahanan atas hasil atau surat berharga terkait transaksi yang sedang diselidiki. Tindakan ini bersifat sementara selama proses penyidikan dan bertujuan untuk mempertahankan hasil yang diperoleh secara tidak sah, sekaligus mencegah pengalihan dana yang dapat mengurangi nilai aset.

Apabila pelanggar gagal memenuhi kewajiban disgorgement, UU SEBI menyebutkan sanksi yang dapat dikenakan, seperti yang diatur dalam pasal 28A (1). Jika seseorang gagal membayar denda atau mematuhi arahan untuk pengembalian uang, petugas pemulihan dapat mengambil langkah-langkah untuk mendapatkan kembali jumlah yang harus dibayar. Ini dapat meliputi penyitaan dan penjualan barang bergerak, penangkapan, dan penunjukan kurator untuk mengelola barang-barang tersebut.

Mekanisme perhitungan disgorgement fund di India mengedepankan prinsip pembagian yang adil dan wajar. SAT dan SEBI menggunakan beberapa metode untuk menentukan jumlah disgorgement yang harus dibayarkan. Salah satu metode umum adalah menghitung jumlah pencairan sebagai selisih antara harga jual dan biaya perolehan. Metode lain juga dapat menggunakan harga pencatatan dikurangi biaya akuisisi untuk menghitung keuntungan, terutama dalam kasus di mana perdagangan belum dilakukan.

Metode perhitungan disgorgement juga mencakup penilaian nilai saham pada tanggal penjualan dikurangi nilai saham dalam jangka waktu wajar setelah informasi material negatif dipublikasikan. Metode ini biasanya diterapkan dalam kasus perdagangan orang dalam, di mana informasi yang tidak dipublikasikan secara luas dapat memengaruhi nilai saham. Dengan pendekatan ini, SEBI dan SAT bertujuan untuk memastikan bahwa pemulihan bagi investor yang dirugikan dilakukan secara adil dan transparan.

Konsep Disgorgement di Indonesia

Di Indonesia, disgorgement diperkenalkan untuk menyempurnakan hukum pasar modal yang ada dengan tujuan meningkatkan integritas pasar melalui perbaikan kerangka peraturan. Upaya ini melibatkan pengembangan inisiatif keterbukaan dan penyebaran informasi untuk mencegah manipulasi pasar, baik dari transaksi orang dalam maupun konflik kepentingan. Selain itu, disgorgement mendorong transparansi yang berlandaskan pada budaya kebaikan, dengan harapan bahwa langkah-langkah ini akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap pasar modal. Dengan demikian, disgorgement menjadi instrumen penting dalam memperkuat keadilan dan integritas dalam lingkungan pasar modal.

Regulasi yang mengatur disgorgement di Indonesia diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) Nomor 65/POJK.04/2020 tentang Pengembalian Dana Pencairan Keuntungan Ilegal dan Kerugian Pemodal. Peraturan ini merupakan implementasi dari tugas dan wewenang OJK untuk mengatur dan mengawasi aktivitas di bidang pasar modal. Pengaturan disgorgement ini juga bertujuan untuk mewujudkan kegiatan jasa keuangan yang adil serta melindungi kepentingan konsumen dan masyarakat luas. Dalam konteks ini, OJK menjelaskan bahwa disgorgement adalah upaya untuk meningkatkan efektivitas penegakan hukum dengan mengembalikan keuntungan yang diperoleh secara ilegal, sehingga pelanggar tidak dapat menikmati hasil dari perbuatan melanggar hukum.

Penerapan disgorgement dalam regulasi OJK memberikan kewenangan untuk mengeluarkan perintah tertulis yang mencakup berbagai tindakan seperti pemblokiran lembaga jasa keuangan (LJK), pemindahbukuan, dan pencairan aset dari pihak yang melakukan pelanggaran. Selain itu, dana yang diperoleh dari penerapan disgorgement akan didistribusikan

untuk mengganti kerugian kepada korban pelanggaran dan untuk pengembangan industri pasar modal. Dengan adanya peraturan ini, diharapkan perlindungan dan kepercayaan investor dalam berinvestasi di pasar modal akan meningkat.

Perbedaan mendasar dalam mekanisme pencairan dana di Indonesia dibandingkan dengan negara lain adalah pengenalan dua jenis dana, yakni dana layak dan tidak layak. Jika dana yang dihimpun dinilai layak, maka dana tersebut akan dikembalikan kepada korban yang mengalami kerugian. Namun, jika dana tersebut tidak layak atau belum memenuhi kriteria, dana itu akan digunakan untuk pengembangan pasar modal. Dengan cara ini, OJK berusaha memastikan bahwa dana hasil disgorgement digunakan secara optimal untuk meningkatkan kualitas pasar modal.

Sanksi bagi pelanggar disgorgement di Indonesia diatur dalam Pasal 5 POJK 65/POJK.04/2020, yang menyebutkan bahwa pembayaran disgorgement harus dilakukan paling lambat 30 hari setelah perintah dikeluarkan. Jika pelanggar tidak memenuhi kewajiban dalam jangka waktu tersebut, maka akan dikenakan sanksi berupa surat perintah pembayaran dalam waktu 30 hari setelah berakhirnya periode pembayaran. Jika pelanggar masih gagal membayar setelah surat teguran pertama, OJK akan mengeluarkan surat teguran kedua dalam waktu 30 hari setelah surat teguran pertama.

OJK juga memberikan opsi alternatif pembayaran disgorgement yang tidak hanya berbentuk dana. Jika pelanggar tidak dapat membayar dengan uang, mereka dapat menggunakan aset tetap sebagai pembayaran. Menurut Pasal 7 POJK 65/POJK.04/2020, aset tetap tersebut bisa berupa tanah, bangunan, atau kendaraan bermotor, dengan syarat penyerahan dokumen kepemilikan yang sah kepada OJK. Langkah ini menunjukkan fleksibilitas OJK dalam memastikan pelanggar tetap bertanggung jawab dan dapat memenuhi kewajiban mereka.

Upaya hukum sebagai langkah terakhir juga diatur dalam POJK, di mana jika pelanggar tidak mengembalikan dana, OJK memiliki hak untuk mengambil langkah lebih lanjut, termasuk penyidikan, gugatan perdata, atau permohonan kepailitan. Ini merupakan langkah penting untuk menjamin perlindungan bagi investor dan menegakkan kepatuhan di pasar modal. OJK berupaya memastikan bahwa ada mekanisme yang kuat untuk menangani pelanggaran dan menjaga integritas pasar.

Meskipun peraturan OJK memberikan dasar bagi penerapan disgorgement, mekanisme penghitungan disgorgement dalam regulasi ini belum dijelaskan secara rinci. Sebaiknya, perhitungan disgorgement ditetapkan secara transparan untuk membantu OJK dalam menegakkan hukum. Kejelasan dalam pedoman perhitungan akan memberikan kepastian

hukum dan mengurangi potensi sengketa mengenai metode penghitungan, sehingga pelanggar dapat memiliki kesempatan untuk membela diri jika terjadi kesalahan dalam perhitungan.

Distribusi dana disgorgement di Indonesia diatur dengan baik melalui administrator yang ditunjuk oleh OJK. Administrator ini bertanggung jawab untuk mengidentifikasi kriteria investor yang berhak mengajukan klaim dan memastikan bahwa mereka belum menerima kompensasi dari kasus yang sama. Proses distribusi harus dilakukan secara transparan, dan administrator diwajibkan untuk melaporkan rencana distribusi serta memfasilitasi pengajuan klaim. Dengan cara ini, OJK berupaya memastikan bahwa dana hasil disgorgement digunakan secara efektif untuk mengganti kerugian investor dan mendukung pengembangan industri pasar modal.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Kelebihan disgorgement fund dibandingkan dengan metode ganti rugi lain dalam pasar modal yakni proses yang lebih cepat, ruang lingkup yang luas (adaptif), dan nominal ganti kerugian yang lebih besar. Disisi lain, kekurangan dari disgorgement fund dalam menangani ganti rugi yakni proses pembuktian yang rumit, kurangnya transparansi, dan distribusi dana tidak optimal.

Pengaturan disgorgement fund antara Indonesia, Amerika dan India memiliki perbedaan dan juga persamaan. Amerika sebagai negara yang telah lama mengadopsi konsep disgorgement memiliki regulasi yang lebih sistematis mulai dari proses penyelidikan, mekanisme perhitungan hingga distribusi disgorgement. Senada dengan Amerika, India turut mengadopsi konsep disgorgement bedanya India memiliki cara perhitungan jumlah ganti rugi yang lebih variatif. Meskipun demikian, metode perhitungan di India tetap transparan dan konsisten dalam perkara yang sama. Transparansi dan konsistensi metode perhitungan menjadi poin penting yang harus diadopsi Indonesia sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor dan menciptakan keadilan korektif.

Saran

OJK menetapkan mekanisme penghitungan yang terstruktur dan ditetapkan dalam peraturan otoritas jasa keuangan agar dapat memenuhi prinsip keterbukaan dalam pasar modal dan berkekuatan hukum tetap

Indonesia sebagai negara yang baru yang mengadaptasi konsep disgorgement dan disgorgement fund dapat menerapkan mekanisme Amerika dan India dengan transparansi mekanisme perhitungan dan mekanisme distribusi yang dijamin untuk kepentingan investor.

6. DAFTAR REFERENSI

- Departemen Pendidikan Nasional. (2008). *Kamus Besar Bahasa Indonesia*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Djojodirdjo, M. A. M. (1976). *Perbuatan Melawan Hukum*. Jakarta: Pradnya Paramita.
- Fuady, M. (2005). *Perbuatan Melawan Hukum: Pendekatan Kontemporer*. Bandung: PT. Citra Aditya Bakti.
- Garner, B. A. (2014). *Black Law Dictionary*.
- Hadjon, P. M. (1987). *Perlindungan Hukum bagi Rakyat di Indonesia*. Surabaya: Bina Ilmu.
- Husnan, S. (2003). *Pasar Modal Indonesia*. Bandung: Citra Aditya.
- Isnaeni, M. (2016). *Pengantar Hukum Jaminan Kebendaan*. Surabaya: PT. Revka Petra Media.
- Kansil, C. S. T. (2013). *Pokok-Pokok Ketentuan Hukum Dagang Indonesia*. Jakarta Timur: Sinar Grafika.
- Kasmir. (2009). *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Jakarta: Rajawunaiali Press.
- Martin, E. A. (2009). *A Dictionary of Law*. Oxford: Oxford University Press.
- Nasarudin, M. I., Surya, I., Yustiavandana, I., Nefi, A., & Adiwarmar. (2010). *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Kencana Prenada Group.
- Qamariyanti, Y., & Tavinayati. (2009). *Hukum Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Rahardjo, S. (2014). *Ilmu Hukum*. Bandung: PT Citra Aditya Bakti.
- Sasongko, W. (2007). *Ketentuan-Ketentuan Pokok Hukum Perlindungan Konsumen*. Lampung: Universitas Lampung.
- Sumantoro. (1990). *Pengantar Tentang Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Ghaila Indonesia.
- Surya, & Yustivanda. (2008). *Penerapan Good Corporate Governance Sampingkan Hak-Hak Istimewa Demi Kelangsungan Usaha*. Jakarta: Kencana Prenada Group.
- Suta, I. P. G. A. (2000). *Menuju Pasar Modal Modern*. Jakarta: SAD Satria Bhakti
- Dimalouw, A. R. N. H., & Siska, F. (2022). Peran Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam Pengembalian Dana Investor atas Delisting Saham Emiten Di BEI Akibat Praktik Manipulasi Pasar di Pasar Modal Ditinjau dari UU OJK Dihubungkan dengan UU Pasar Modal. *Bandung Conference Series: Law Studies*, 673-678.
- Hakim, R. F. (2015). Perlindungan Aset Nasabah Oleh Penyelenggara Dana Perlindungan Pemodal (Investor Protection Fund) Akibat Pailitnya Perusahaan Efek. *Jurnal Hukum Universitas Brawijaya*, 4.
- Hanna, J. (1934). The Securities Exchange Act of 1934. *Carolina Law Review*, 22.
- Hood, K. C. (2022). Finding the Boundaries of Equitable Disgorgement. *Vanderbilt Law Review*, 1309-1343.
- Jaya, I. K. N. W. (2022). Disgorgement sebagai Upaya Perlindungan Hukum dalam Pengembalian Keuntungan Tidak Sah dan Dana Kompensasi Kerugian Bagi Investor di Bidang Pasar Modal. *Jurnal Analogi Hukum*, 50-54.

- Jeanne, L. S. (2022). Taking Missappropriation Seriously: State Common Law Disgorgement Actions for Insider Trading. 11 AM. *UNIV. BUS. LAW*, 97-184.
- Juliati, Y. S. (2015). Peranan pasar modal dalam perekonomian negara. *Human Falah: Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 95-112.
- Karmel, R. S. (2018). Will Fifty Years of the SEC's Disgorgement Remedy Be Abolished? *SMU Law Review*, 799-810.
- Kirk, J. T. (2015). Deranged Disgorgement. *The Journal of Business Entrepreneurship*, 133-175.
- Langevoort, D. C. (2010). Global Securities Regulation after the Financial Crisis. *Journal of International Economic Law*, 799-815.
- Loader, I., & White, A. (2015). How can we better align private security with the public interest? Towards a civilizing model of regulation. *Journal Regulation and Governance*, 166-184.
- Mayasonda, R., Abubakar, L., & Rahmawati, E. (2020). Kajian Terhadap Rencana Pengaturan Disgorgement Dalam Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Cendekia Hukum*, 1-12.
- Miano, L. (2020). Entrepreneur's Awareness and Risk Perception to Equity Market on Stock Investing. *International Journal of Finance and Banking Research*, 11-21.
- Muklis, F. (2016). Perkembangan dan Tantangan Pasar Modal Indonesia. *Al Masraf (Jurnal Lembaga Keuangan dan Perbankan)*, 65-76.
- Nilasari, R. P. (2011). Perlindungan Hukum Terhadap Investor Dalam Transaksi Jual Beli Efek Melalui Internet. *Yuridika*, 275-286.
- Onoh, N. U. (2022). Rule of law and preventing fraud in Nigeria's capital market. *Journal of Financial Crime*, 951-961.
- Paton, G. W. A. (1972). *Textbook of Jurisprudence*. London: Oxford University Press.
- Patrick, L. B. (2018). Saving Disgorgement from Itself: SEC Enforcement after *Kokesh v. SEC*. *Duke Law Journal*, 343-344.
- Porta, R. L. (1999). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 9.
- Purboningtyas, D. A., & Prabandari, A. (2019). Perlindungan Hukum Bagi Investor Pasar Modal Indonesia Oleh Securities Investor Protection Fund. *Notarius*, 789-810.
- Ryan, R. G. (2013). The Equity Facade of SEC Disgorgement. *Harvard Business Law Review*. Diakses Juni 07, 2024.
- Santika, I. A. (2015). Penyelesaian Sengketa Akibat Wanprestasi pada Kasus Metro Batavia dengan Garuda Maintenance Facility (GMF) Aero Asia. *Privat Law*, 7, 59.
- Sujatmiko, B., & Suryanti, N. S. (2017). Perlindungan Hukum Bagi Investor Pada Perusahaan Terbuka Yang Pailit Ditinjau Dari Hukum Kepailitan. *Jurnal Bina Mulia Hukum*, 15-25.
- Sumadi, T. R. D., Kurniawan, H., & Novando, F. (2023). Perlindungan Investor Di Pasar Modal Di Indonesia Melalui Disgorgement (Fund) Berdasarkan POJK Nomor 65//POJK.04/2020. *Civilia: Jurnal Kajian Hukum dan Pendidikan Kewarganegaraan*.
- Velikonja, U. (2015). Public Compensation for Private Harm: Evidence from The SEC's Fair Fund Distribution. *Stanford Law Review*, 13.

- White, H. (2019). A Little Help From Our Friends: Moving Beyond Enforcement to Improve State and Local Government Compliance with Federal Securities Laws. *New York University Journal of Legislation and Public Policy*, 22, 129-195.
- Wijaya, V. R. A. (2022). Disgorgement: Pemulihan Kerugian Investor Pasar Modal (Studi Komparasi Amerika Serikat dan Indonesia). *Al' Adl Jurnal Hukum*, 133-152.