

Analisis Yuridis Perlindungan Hukum bagi Investor Retail terhadap Praktik *Market Manipulation* di Pasar Modal

Ronald Laurencius¹, Aturkian Laia²

Ilmu Hukum, Hukum, Universitas Dirgantara Marsekal Suryadarma, Jakarta Timur, Indonesia¹

Ilmu Hukum, Hukum, Universitas Dirgantara Marsekal Suryadarma, Jakarta Timur, Indonesia²

*Email Korespodensi: ronaldlaurencius1993@gmail.com

Sejarah Artikel:

Diterima 07-07-2026
Disetujui 14-07-2026
Diterbitkan 16-07-2026

ABSTRACT

The increasing participation of retail investors in Indonesia's capital market hasn't been matched with adequate legal protection, making them vulnerable to market manipulation like wash trading, cornering the market, pump and dump, and spreading misleading information. This study aims to analyze the types of market manipulation, legal protection for retail investors, and the effectiveness of capital market legal instruments. The research uses a normative juridical method with a statutory and conceptual approach, based on the Capital Market Law as amended by the P2SK Law, the Financial Services Authority Law, and related regulations. The results show that market manipulation is regulated in Articles 91, 92, and 93 of the Capital Market Law. Legal protection is available through preventive and repressive mechanisms, but its effectiveness is still limited due to weak loss recovery, complex proof requirements, and low legal literacy among investors. Strengthening the class action mechanism and a technology-based market supervision system is needed to boost protection for retail investors.

Keywords: market manipulation; retail investors; legal protection; capital markets.

ABSTRAK

Meningkatnya partisipasi investor retail di pasar modal Indonesia belum diimbangi dengan perlindungan hukum yang memadai sehingga mereka rentan menjadi korban *market manipulation*, seperti *wash trading*, *cornering the market*, *pump and dump*, dan penyebaran informasi menyesatkan. Penelitian ini bertujuan menganalisis bentuk manipulasi pasar, perlindungan hukum bagi investor retail, serta efektivitas instrumen hukum pasar modal. Penelitian menggunakan metode yuridis normatif dengan pendekatan perundang-undangan dan konseptual, berdasarkan Undang-Undang Pasar Modal sebagaimana diubah oleh UU P2SK, Undang-Undang Otoritas Jasa Keuangan, serta peraturan terkait. Hasil penelitian menunjukkan bahwa manipulasi pasar diatur dalam Pasal 91, 92, dan 93 Undang-Undang Pasar Modal. Perlindungan hukum tersedia melalui mekanisme preventif dan represif, namun efektivitasnya masih terkendala lemahnya pemulihan kerugian, kompleksitas pembuktian, dan rendahnya literasi hukum investor. Penguatan mekanisme *class action* serta sistem pengawasan pasar berbasis teknologi diperlukan untuk meningkatkan perlindungan investor retail.

Katakunci: manipulasi pasar; investor retail; perlindungan hukum; pasar modal.

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan salah satu pilar penting perekonomian nasional yang berfungsi ganda, yaitu sebagai wahana pembiayaan bagi dunia usaha dan sebagai sarana investasi bagi masyarakat pemilik dana. Perkembangan pasar modal Indonesia dalam satu dekade terakhir ditandai oleh lonjakan partisipasi investor retail yang signifikan, didorong oleh kemudahan akses teknologi digital, kemunculan aplikasi *trading* berbasis seluler, serta gencarnya edukasi dan kampanye investasi oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan berbagai perusahaan sekuritas. Data Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) secara konsisten menunjukkan tren pertumbuhan jumlah *Single Investor Identification* (SID) yang didominasi oleh investor individu domestik dengan profil nilai transaksi kecil hingga menengah, yang secara struktural termasuk dalam kategori investor retail. Fenomena ini di satu sisi mencerminkan keberhasilan agenda inklusi keuangan nasional, namun di sisi lain menghadirkan tantangan hukum baru berupa meningkatnya eksposur investor retail terhadap risiko praktik manipulatif di pasar modal yang lazim disebut *market manipulation* atau manipulasi pasar.

Market manipulation merupakan salah satu bentuk kejahatan pasar modal yang paling merusak integritas dan kepercayaan publik terhadap mekanisme pembentukan harga (*price discovery*) yang wajar dan efisien. Dalam kerangka hukum positif Indonesia, larangan manipulasi pasar diatur dalam Pasal 91, 92, dan 93 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UU Pasar Modal), yang secara garis besar melarang setiap pihak menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga efek, melakukan transaksi efek yang menyebabkan harga tetap, naik, atau turun dengan tujuan memengaruhi pihak lain, serta membuat pernyataan material yang tidak benar atau menyesatkan yang memengaruhi harga efek (Hukumonline, 2024; KlikLegal, 2023). Ketentuan pidana atas pelanggaran pasal-pasal tersebut kini diperberat melalui Pasal 104 UU Pasar Modal sebagaimana diubah oleh Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (UU P2SK), yang mengancam pelaku dengan pidana penjara 5 lima hingga 15 lima belas tahun dan pidana denda Rp5.000.000.000,00 hingga Rp150.000.000.000,00 (KlikLegal, 2023).

Dalam praktiknya, berbagai modus manipulasi pasar terus berkembang seiring kompleksitas instrumen dan teknologi perdagangan, mulai dari praktik klasik *cornering the market* sebagaimana terjadi dalam kasus saham PT Bank Pikko Tbk pada tahun 1997 (Hukumonline, t.t.), hingga modus kontemporer “goreng saham” yang memanfaatkan media sosial dan kelompok *trading* daring untuk menggerakkan harga saham emiten berkapitalisasi kecil (*small cap*) secara terkoordinasi sebelum dilepas kepada investor retail pada level harga yang telah dinaikkan secara artifisial (BP Lawyers, 2026). Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mencatat penanganan puluhan kasus dugaan manipulasi saham dan perdagangan orang dalam (*insider trading*) dalam beberapa tahun terakhir, termasuk kasus dengan nilai transaksi mencapai triliunan rupiah yang melibatkan puluhan rekening efek dan diduga merugikan investor kecil secara masif (Surabaya Pagi, 2026). Kerentanan investor retail terhadap praktik semacam ini bersumber dari sejumlah faktor struktural, yaitu asimetri informasi antara investor retail dengan pelaku pasar institusional atau bandar, keterbatasan literasi keuangan dan hukum pasar modal, minimnya kapasitas individual investor retail untuk melakukan pembuktian hukum, serta karakteristik kerugian yang tersebar (*dispersed losses*) dalam jumlah kecil per investor namun masif secara agregat, sehingga secara ekonomis kurang rasional bagi investor retail untuk menempuh upaya hukum perdata secara individual. Kondisi tersebut menempatkan persoalan perlindungan hukum bagi investor retail terhadap praktik *market manipulation* sebagai isu yang mendesak untuk dikaji secara mendalam dari perspektif ilmu hukum, khususnya hukum pasar modal dan hukum perlindungan konsumen sektor jasa keuangan, guna mengevaluasi sejauh mana instrumen hukum yang ada, baik yang

bersifat preventif maupun represif, benar-benar mampu memberikan perlindungan yang efektif bagi investor retail sebagai pihak yang secara struktural berada dalam posisi lemah (*weaker party*) dalam relasi hukum di pasar modal.

Kajian mengenai manipulasi pasar dan perlindungan hukum investor di pasar modal telah banyak dilakukan dalam satu dekade terakhir dengan berbagai sudut pandang. Sitompul (2012) dalam kajiannya mengenai konsepsi dan transformasi Otoritas Jasa Keuangan menjadi salah satu rujukan awal yang menegaskan pentingnya lembaga pengawas tunggal sektor jasa keuangan untuk mengatasi fragmentasi pengawasan yang sebelumnya terjadi antara Bapepam-LK, Bank Indonesia, dan otoritas lain, sebagai fondasi kelembagaan bagi penegakan hukum pasar modal yang lebih terintegrasi. Selanjutnya, Muhaling (2021) mengkaji penegakan hukum dan penerapan sanksi pidana di bidang pasar modal berdasarkan UU Nomor 8 Tahun 1995 dan menemukan bahwa penegakan hukum pidana pasar modal di Indonesia masih menghadapi kendala pembuktian unsur kesengajaan (*mens rea*) pelaku, yang berimplikasi pada rendahnya tingkat keberhasilan penuntutan kasus manipulasi pasar dibandingkan jumlah kasus yang ditangani secara administratif. Penelitian lain oleh Panjaitan dan Apriani (2022) melalui penelitian berjudul “Manipulasi Pasar dalam Perdagangan Saham di Pasar Modal Ditinjau dari Aspek Perlindungan Hukum bagi Investor” menyimpulkan bahwa perlindungan hukum terhadap investor lebih banyak terwujud dalam bentuk represif melalui penyelesaian kasus oleh BEI dan OJK, sementara mekanisme perlindungan preventif yang berbasis edukasi dan pengawasan dini terhadap pola transaksi mencurigakan belum berjalan optimal. Sejalan dengan itu, Ngurah, Budiarta, dan Gde Dwi (2022) mengkaji instrumen *disgorgement* sebagai upaya perlindungan hukum dalam pengembalian keuntungan tidak sah hasil manipulasi pasar, dan menemukan bahwa penerapan *disgorgement* di Indonesia belum memiliki basis hukum yang cukup kuat dan eksplisit dibandingkan dengan praktik di yurisdiksi Amerika Serikat melalui *Securities and Exchange Commission* (SEC), sehingga pengembalian dana kepada korban manipulasi pasar cenderung tidak optimal.

Penelitian lain juga mulai menyoroti aspek pemulihan kerugian secara spesifik dalam kasus manipulasi besar. Penelitian Fauzi Tegar Nugraha dan Nefi (2022) mengenai penegakan hukum dalam upaya ganti rugi terhadap tindakan manipulasi *pump and dump* dengan studi kasus PT Jiwasraya menunjukkan bahwa mekanisme ganti rugi bagi investor korban manipulasi pasar di Indonesia berjalan sangat lambat dan kompleks, terutama karena tumpang tindihnya proses pidana, perdata, dan kepailitan yang harus dilalui investor untuk memperoleh pemulihan kerugian. Herlambang dan Astawa (2025) yang mengkaji perlindungan hukum bagi investor dari praktik manipulasi harga saham dan relevansi sanksi berdasarkan UU Nomor 8 Tahun 1995 dengan studi kasus yang sama menegaskan bahwa besaran sanksi pidana yang telah diperberat melalui UU P2SK belum tentu berkorelasi langsung dengan pemulihan kerugian riil investor retail, karena sifat sanksi pidana yang punitif tidak secara otomatis menghasilkan kompensasi perdata bagi korban. Kajian terbaru dari perspektif kelembagaan oleh KlikLegal (2023) dan Wisnuputra (2024) menegaskan peran ganda OJK sebagai pengawas sekaligus penegak hukum di pasar modal melalui pendekatan preventif berupa regulasi keterbukaan informasi dan represif berupa sanksi administratif, pidana, dan perdata, namun kedua kajian tersebut belum secara spesifik memfokuskan analisis pada karakteristik dan kerentanan khusus investor retail dibandingkan investor institusional. Adapun kajian mengenai tindak pidana *insider trading* dan modus operandi manipulasi pasar kontemporer, termasuk penggunaan rekening *nominee* dan skema *pump and dump* melalui media sosial, telah mulai dieksplorasi dalam literatur terkini (Jurnal Ilmiah Nusantara, 2026), namun masih terbatas pada deskripsi modus tanpa analisis yuridis komprehensif mengenai kecukupan instrumen hukum perlindungan bagi investor retail.

Berbeda dengan penelitian terdahulu yang umumnya membahas manipulasi pasar dan perlindungan investor secara umum tanpa membedakan karakteristik investor, atau yang berfokus pada studi kasus tunggal tertentu seperti kasus PT Jiwasraya, penelitian ini secara khusus memusatkan analisis pada kedudukan dan kerentanan investor retail. Kelompok ini dinilai sebagai kategori investor yang secara struktural berbeda dari investor institusional dalam hal akses informasi, kapasitas modal, dan kemampuan pembuktian hukum. Penelitian ini juga memberikan kebaruan berupa analisis komparatif antara instrumen perlindungan hukum preventif dan represif yang tersedia bagi investor retail, dikaitkan dengan evaluasi efektivitasnya secara yuridis, bukan sekadar deskripsi normatif atas pasal larangan manipulasi pasar. Dengan demikian, penelitian ini diharapkan mengisi kekosongan kajian mengenai kecukupan (*adequacy*) instrumen hukum pasar modal Indonesia dalam merespons kerentanan struktural investor retail, yang belum banyak dieksplorasi secara spesifik dalam literatur hukum pasar modal terdahulu.

Atas dasar pertimbangan tersebut, penelitian ini merumuskan tiga permasalahan utama, yaitu: bagaimana bentuk praktik *market manipulation* dalam pasar modal dan dampaknya bagi investor retail; bagaimana perlindungan hukum bagi investor retail terhadap praktik *market manipulation* di pasar modal; serta sejauh mana instrumen hukum pasar modal efektif dalam melindungi investor retail dari praktik *market manipulation*. Sejalan dengan rumusan masalah tersebut, penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi dan menganalisis bentuk praktik *market manipulation* dalam perdagangan efek serta dampak yuridis dan ekonomis yang ditimbulkannya bagi investor retail. Tujuan berikutnya adalah mengkaji konstruksi hukum perlindungan bagi investor retail terhadap praktik *market manipulation*, baik dalam bentuk preventif maupun represif, sebagaimana diatur dalam peraturan perundang-undangan pasar modal Indonesia. Terakhir, penelitian ini ditujukan untuk mengevaluasi efektivitas instrumen hukum pasar modal dalam memberikan perlindungan nyata bagi investor retail dari kerugian akibat praktik *market manipulation*.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian hukum (*legal research*) yang menggunakan metode yuridis normatif, yaitu penelitian yang mengkonsepsikan hukum sebagai norma, kaidah, atau asas yang ditemukan dalam peraturan perundang-undangan, putusan pengadilan, maupun doktrin hukum, dengan menelaah bahan-bahan hukum kepustakaan sebagai sumber data utamanya (Marzuki, 2021). Pendekatan yang digunakan meliputi pendekatan perundang-undangan (*statute approach*), yang dilakukan dengan menelaah seluruh peraturan perundang-undangan yang berkaitan dengan larangan manipulasi pasar dan perlindungan investor di pasar modal, pendekatan konseptual (*conceptual approach*), yang beranjak dari doktrin dan pandangan para sarjana hukum pasar modal untuk membangun konsep kedudukan investor retail dan efektivitas perlindungan hukum, serta pendekatan kasus (*case approach*) secara terbatas untuk mengilustrasikan penerapan norma hukum melalui kasus-kasus manipulasi pasar yang telah ditangani otoritas berwenang.

Bahan hukum yang digunakan terdiri atas tiga jenis. Bahan hukum primer meliputi Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal sebagaimana diubah dengan Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan, Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, Kitab Undang-Undang Hukum Perdata sepanjang relevan dengan gugatan ganti rugi, serta peraturan pelaksana di bidang pasar modal, antara lain Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal dan peraturan Otoritas Jasa Keuangan

mengenai perlindungan konsumen sektor jasa keuangan, serta peraturan Bursa Efek Indonesia mengenai pengawasan perdagangan efek. Bahan hukum sekunder meliputi buku-buku hukum pasar modal, jurnal ilmiah hukum, hasil penelitian terdahulu, serta publikasi resmi OJK dan BEI. Bahan hukum tersier berupa kamus hukum digunakan sebagai penunjang pemahaman istilah teknis pasar modal.

Teknik pengumpulan bahan hukum dilakukan melalui studi kepustakaan (*library research*) dengan menginventarisasi, mengklasifikasi, dan mensistematisasi bahan hukum sesuai isu hukum yang dikaji. Analisis bahan hukum dilakukan secara kualitatif dengan sifat preskriptif, yang diarahkan untuk memberikan preskripsi mengenai kecukupan dan efektivitas norma hukum yang seharusnya berlaku (*das sollen*) dalam melindungi investor retail dari praktik *market manipulation*, bukan sekadar mendeskripsikan isi peraturan secara tekstual (Soekanto & Mamudji, 2015). Analisis dilakukan melalui teknik interpretasi hukum gramatikal, sistematis, dan teleologis untuk menemukan makna dan tujuan norma, yang kemudian dikonstruksikan menjadi argumentasi hukum guna menjawab rumusan masalah penelitian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Kedudukan Investor Retail dalam Aktivitas Pasar Modal

Dalam struktur hukum pasar modal Indonesia, investor didefinisikan secara umum sebagai pihak yang menanamkan modalnya dalam efek, tanpa membedakan secara eksplisit antara investor institusional dan investor retail dalam batang tubuh UU Pasar Modal. Pembedaan kategori investor retail baru dikenal secara lebih tegas dalam peraturan pelaksana OJK, khususnya dalam konteks pengaturan produk investasi yang memiliki profil risiko tinggi, di mana investor retail (perorangan) dibedakan dari pemodal profesional (*professional investor*) berdasarkan kriteria kekayaan bersih, pengalaman investasi, dan pemahaman risiko. Ketidadaan definisi hukum yang eksplisit dan seragam mengenai investor retail dalam UU Pasar Modal itu sendiri merupakan persoalan yuridis yang perlu dicermati, sebab kekosongan definisi tersebut berimplikasi pada tidak adanya rezim perlindungan hukum yang secara khusus dan berjenjang (*tiered protection*) dirancang untuk investor retail, berbeda dengan pendekatan di banyak yurisdiksi maju yang menerapkan *retail investor protection regime* secara spesifik.

Secara faktual dan struktural, investor retail menempati posisi yang secara ekonomi dan informasi jauh lebih lemah dibandingkan investor institusional, emiten, maupun perusahaan sekuritas. Ketimpangan ini tercermin dalam sedikitnya tiga aspek. Pertama, aspek akses informasi, di mana investor retail sangat bergantung pada keterbukaan informasi (*disclosure*) yang disampaikan emiten dan perusahaan sekuritas, tanpa memiliki kapasitas riset independen yang memadai untuk memverifikasi kewajaran informasi tersebut. Kedua, aspek kapasitas modal dan skala transaksi, di mana nilai transaksi investor retail yang relatif kecil menjadikannya rentan menjadi sasaran (*target*) pergerakan harga yang direayasa oleh pelaku bermodal besar melalui mekanisme *cornering* atau *pooling* dana secara terkoordinasi. Ketiga, aspek literasi hukum dan keuangan, di mana survei nasional literasi dan inklusi keuangan yang dilakukan OJK secara konsisten menunjukkan tingkat literasi pasar modal masyarakat Indonesia yang masih relatif rendah dibandingkan tingkat inklusi atau partisipasinya, menciptakan kesenjangan (*gap*) antara jumlah investor retail yang terus bertambah dengan pemahaman mereka atas risiko hukum yang melekat pada aktivitas investasi di pasar modal (Media Hukum Indonesia, 2025).

Kedudukan investor retail yang secara struktural lemah tersebut secara doktriner sejalan dengan konsep *weaker party protection* yang dikenal luas dalam hukum perlindungan konsumen, yang kemudian diadaptasi ke dalam konteks sektor jasa keuangan melalui prinsip perlindungan konsumen sektor jasa

keuangan yang diamanatkan Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan. Pasal 4 UU OJK menegaskan bahwa salah satu tujuan pembentukan OJK adalah agar seluruh kegiatan di dalam sektor jasa keuangan mampu melindungi kepentingan konsumen dan masyarakat, yang dalam konteks pasar modal berarti investor retail sebagai bagian dari konsumen sektor jasa keuangan berhak atas perlindungan hukum yang proporsional dengan tingkat kerentanannya. Namun demikian, dalam praktik penegakan hukum pasar modal, rumusan delik *market manipulation* dalam UU Pasar Modal tidak secara eksplisit membedakan *locus* kedudukan korban antara investor retail dan investor institusional, sehingga perlindungan yang diberikan bersifat umum (*generic protection*) dan belum sepenuhnya responsif terhadap kerentanan spesifik investor retail.

B. Konsep dan Bentuk Market Manipulation dalam Perdagangan Efek

Secara konseptual, *market manipulation* atau manipulasi pasar dapat dipahami sebagai setiap tindakan yang secara sengaja dirancang untuk mengganggu proses pembentukan harga efek yang wajar (*fair price discovery*) melalui penciptaan kondisi pasar yang semu, tidak berdasarkan kekuatan permintaan dan penawaran yang sesungguhnya. UU Pasar Modal Indonesia tidak memberikan definisi tunggal dan eksplisit mengenai istilah “manipulasi pasar”, melainkan merumuskannya melalui tiga bentuk delik yang saling melengkapi dalam Pasal 91 hingga Pasal 93 (KlikLegal, 2023). Pasal 91 UU Pasar Modal melarang setiap pihak, baik secara langsung maupun tidak langsung, melakukan tindakan dengan tujuan menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga efek di bursa efek. Ketentuan ini secara konseptual menasar praktik seperti *wash trading* atau perdagangan semu, yaitu transaksi jual-beli efek yang dilakukan oleh pihak yang sama atau pihak-pihak yang saling berafiliasi untuk menciptakan kesan aktivitas perdagangan yang tinggi (*artificial liquidity*), padahal tidak mencerminkan perpindahan kepemilikan ekonomis yang sesungguhnya.

Pasal 92 UU Pasar Modal melarang setiap pihak, baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama, melakukan dua transaksi efek atau lebih yang menyebabkan harga efek di bursa tetap, naik, atau turun, dengan tujuan memengaruhi pihak lain untuk membeli, menjual, atau menahan efek (K&K Advocates, t.t.; Hukumonline Klinik, 2014). Ketentuan ini menjadi basis hukum bagi penjeratan praktik *cornering the market*, yaitu penguasaan sebagian besar volume saham suatu emiten oleh satu pihak atau kelompok yang bersekongkol sehingga pihak tersebut dapat mengendalikan harga secara sepihak, sebagaimana terjadi dalam kasus transaksi saham PT Bank Pikko Tbk pada tahun 1997 di mana satu pihak berhasil menguasai 4.500.000 saham melalui serangkaian transaksi terkoordinasi (Hukumonline Klinik, 2014). Pola serupa juga mendasari praktik *pump and dump* kontemporer, yaitu skema manipulatif yang menggabungkan unsur transaksi terkoordinasi (Pasal 92) dengan penyebaran informasi menyesatkan (Pasal 93) untuk menaikkan harga saham secara artifisial sebelum pelaku melepas kepemilikannya kepada investor retail yang tertarik oleh pergerakan harga tersebut (BP Lawyers, 2026).

Adapun Pasal 93 UU Pasar Modal melarang setiap pihak membuat pernyataan atau memberikan keterangan yang secara material tidak benar atau menyesatkan sehingga memengaruhi harga efek di bursa, apabila pada saat pernyataan tersebut dibuat pihak yang bersangkutan mengetahui atau sepatutnya mengetahui bahwa pernyataan tersebut tidak benar atau menyesatkan (BP Lawyers, 2026). Ketentuan ini relevan untuk menjerat praktik penyebaran rumor atau proyeksi kinerja emiten yang tidak berdasar melalui media sosial, forum daring, maupun kelompok percakapan (*chat group*) trading, yang dalam beberapa tahun terakhir menjadi modus dominan dalam menggerakkan harga saham emiten berkapitalisasi kecil (*small-cap*) yang menjadi favorit investor retail pemula karena harganya yang relatif terjangkau. Selain

ketiga bentuk delik tersebut, dikenal pula bentuk kejahatan pasar modal lain yang berkaitan erat dengan manipulasi pasar, yaitu *insider trading* atau perdagangan orang dalam sebagaimana diatur dalam Pasal 95 hingga 98 UU Pasar Modal, yang meskipun secara konseptual berbeda dari manipulasi pasar (karena berbasis pada penyalahgunaan informasi non-publik, bukan penciptaan kondisi pasar semu), kerap terjadi secara berkelindan dalam satu rangkaian skema kejahatan yang sama, sebagaimana ditunjukkan oleh kasus dugaan *insider trading* senilai Rp14,5 triliun yang ditangani OJK bersama Bareskrim Polri pada periode 2020–2022 (Surabaya Pagi, 2026).

Dampak *market manipulation* terhadap investor retail bersifat multidimensi. Secara ekonomis, investor retail mengalami kerugian finansial langsung berupa selisih antara harga beli yang telah terinflasi akibat manipulasi dengan nilai wajar efek setelah skema manipulasi terungkap dan harga terkoreksi secara tajam. Secara psikologis, praktik manipulasi pasar yang berulang menimbulkan *trust deficit* atau defisit kepercayaan investor retail terhadap integritas pasar modal secara keseluruhan, yang secara makro dapat menghambat agenda pendalaman pasar modal (*capital market deepening*) and inklusi keuangan nasional. Secara hukum, investor retail yang menjadi korban manipulasi pasar menghadapi hambatan struktural dalam memperoleh pemulihan (*redress*) atas kerugiannya, mengingat kerugian yang dialami bersifat tersebar (*dispersed*) dalam jumlah kecil per individu namun melibatkan jumlah korban yang besar, sehingga secara ekonomis tidak rasional bagi investor retail secara individual untuk menempuh gugatan perdata yang memerlukan biaya dan waktu yang tidak sebanding dengan nilai kerugian yang dialami (Nugraha & Nefi, 2022).

C. Perlindungan Hukum bagi Investor Retail terhadap Praktik Manipulasi Pasar

Perlindungan hukum bagi investor retail terhadap praktik *market manipulation* dapat dianalisis melalui dua dimensi, yaitu perlindungan hukum preventif dan perlindungan hukum represif, sebagaimana lazim digunakan dalam kerangka teori perlindungan hukum (Panjaitan & Apriani, 2022). Perlindungan hukum preventif diwujudkan melalui instrumen hukum yang dirancang untuk mencegah terjadinya praktik manipulasi pasar sebelum menimbulkan kerugian, yang dalam konteks pasar modal Indonesia terutama diwujudkan melalui tiga mekanisme. Pertama, kewajiban keterbukaan informasi (*disclosure obligation*) yang dibebankan kepada emiten dan perusahaan publik, yang mewajibkan penyampaian informasi material secara akurat, lengkap, dan tepat waktu kepada publik, sehingga mengurangi ruang bagi pelaku pasar untuk menyebarkan informasi menyesatkan sebagaimana dilarang Pasal 93 UU Pasar Modal. Kedua, sistem pengawasan perdagangan bursa (*market surveillance system*) yang diselenggarakan oleh BEI berdasarkan Keputusan Direksi BEI mengenai pengawasan perdagangan efek, yang secara *real-time* memantau pola transaksi mencurigakan seperti lonjakan volume dan harga yang tidak wajar (*unusual market activity/UMA*), yang menjadi sinyal awal bagi otoritas untuk melakukan investigasi lebih lanjut (K&K Advocates, t.t.). Ketiga, kewajiban perizinan dan pendaftaran bagi setiap penyelenggaraan kegiatan pasar modal, sebagaimana ditegaskan dalam Pasal 100 UU Pasar Modal yang memberikan kewenangan kepada OJK untuk melakukan pemeriksaan terhadap pihak yang diduga terlibat pelanggaran ketentuan pasar modal (BP Lawyers, 2026).

Perlindungan hukum represif, di sisi lain, diwujudkan melalui penegakan sanksi setelah terjadinya pelanggaran, yang dalam hukum pasar modal Indonesia terdiri atas tiga jalur, yaitu sanksi administratif, sanksi pidana, dan pemulihan kerugian perdata. Sanksi administratif dapat dijatuhkan OJK berupa peringatan tertulis, denda, pembatasan kegiatan usaha, pembekuan izin, hingga pencabutan izin usaha bagi pihak yang terbukti melanggar ketentuan pasar modal, sebagai instrumen yang relatif lebih cepat dan tidak

memerlukan pembuktian unsur kesengajaan setingkat hukum pidana. Sanksi pidana diatur dalam Pasal 104 UU Pasar Modal sebagaimana diperberat oleh UU P2SK, yang mengancam pelaku pelanggaran Pasal 91, 92, dan 93 dengan pidana penjara 5 hingga 15 tahun dan denda Rp5 miliar hingga Rp150 miliar (KlikLegal, 2023), suatu peningkatan signifikan dibandingkan rezim sebelumnya yang hanya mengancam pidana penjara maksimal 10 tahun dan denda maksimal Rp15 miliar untuk pelanggaran Pasal 92 (Hukumonline Klinik, 2014; K&K Advocates, t.t.). Peningkatan acaman sanksi pidana ini secara yuridis dimaksudkan untuk memperkuat efek jera (*deterrent effect*) bagi pelaku manipulasi pasar, khususnya mengingat besarnya potensi keuntungan ilegal yang dapat diperoleh pelaku dari skema manipulasi berskala besar.

Mekanisme pemulihan kerugian bagi investor retail secara lebih spesifik juga tersedia melalui Dana Perlindungan Pemodal (DPP) sebagaimana diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal, yang dikelola oleh Perusahaan Penyelenggara Dana Perlindungan Pemodal (P3IEI). Instrumen ini pada dasarnya dirancang untuk memberikan ganti rugi terhadap investor yang kehilangan aset akibat tindakan melawan hukum oleh perusahaan efek, termasuk dalam konteks tertentu yang berkaitan dengan penyalahgunaan rekening efek dalam skema manipulasi pasar (Media Hukum Indonesia, 2025). Meskipun demikian, cakupan perlindungan DPP secara normatif lebih diarahkan pada risiko kehilangan aset akibat kegagalan atau kecurangan perusahaan efek (*custodial risk*), bukan secara spesifik dirancang sebagai mekanisme kompensasi bagi kerugian investor retail akibat fluktuasi harga yang disebabkan oleh manipulasi pasar pihak ketiga, sehingga terdapat celah perlindungan (*protection gap*) bagi investor retail yang mengalami kerugian murni akibat *market manipulation* tanpa disertai unsur pelanggaran oleh perusahaan efek tempat investor tersebut membuka rekening.

Dari perspektif perdata, investor retail yang dirugikan akibat praktik *market manipulation* secara teoretis dapat mengajukan gugatan ganti kerugian berdasarkan ketentuan perbuatan melawan hukum (*onrechtmatige daad*) sebagaimana diatur Pasal 1365 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, dengan unsur-unsur perbuatan melawan hukum, kesalahan, kerugian, dan hubungan kausalitas yang harus dibuktikan oleh penggugat. Namun demikian, dalam praktik, jalur ini jarang ditempuh investor retail secara individual mengingat kompleksitas pembuktian hubungan kausalitas antara tindakan manipulasi pihak tertentu dengan kerugian spesifik yang dialami investor retail, ditambah biaya perkara yang tidak sebanding dengan nilai kerugian individual investor retail yang umumnya relatif kecil (Nugraha & Nefi, 2022; Herlambang & Astawa, 2025).

D. Tanggung Jawab Pelaku Manipulasi Pasar dan Peran Otoritas Pengawas Pasar Modal

Pertanggungjawaban hukum pelaku manipulasi pasar dalam sistem hukum pasar modal Indonesia bersifat *multitrack*, meliputi pertanggungjawaban administratif, pidana, dan perdata yang dapat dikenakan secara kumulatif, tidak saling meniadakan satu sama lain. Secara administratif, setiap pihak yang terlibat dalam kegiatan pasar modal, baik perorangan, korporasi, maupun perusahaan efek, bertanggung jawab untuk mematuhi seluruh ketentuan OJK terkait tata kelola perdagangan efek, dan dapat dikenakan sanksi administratif oleh OJK tanpa perlu menunggu proses pidana selesai. Secara pidana, pertanggungjawaban dibebankan kepada “setiap pihak” sebagaimana dirumuskan Pasal 91 hingga 93 UU Pasar Modal, suatu rumusan subjek hukum yang bersifat luas dan dapat menjerat baik perorangan maupun korporasi sebagai subjek hukum pidana, sejalan dengan perkembangan doktrin pertanggungjawaban pidana korporasi dalam hukum pidana ekonomi Indonesia.

Peran OJK sebagai otoritas pengawas pasar modal menempati posisi sentral dalam keseluruhan sistem pertanggungjawaban tersebut. Berdasarkan Pasal 5 dan Pasal 6 Undang-Undang Nomor 21 Tahun

2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan, OJK berfungsi sebagai penyelenggara sistem pengaturan dan pengawasan terintegrasi terhadap seluruh kegiatan di sektor jasa keuangan, termasuk pasar modal, dan memiliki kewenangan pengaturan dan pengawasan mengenai pelaksanaan kegiatan jasa keuangan di sektor pasar modal (K&K Advocates, t.t.). Dalam konteks penanganan dugaan manipulasi pasar, kewenangan OJK meliputi pemeriksaan (Pasal 100 UU Pasar Modal), penyidikan melalui Penyidik Pegawai Negeri Sipil (PPNS) OJK, hingga kewenangan meminta bantuan aparat penegak hukum lain, termasuk kepolisian, dalam pelaksanaan penyidikan sebagaimana diatur Pasal 101 ayat (6) UU Pasar Modal (BP Lawyers, 2026). Konstruksi kewenangan semacam ini menegaskan bahwa OJK tidak hanya berperan sebagai regulator, tetapi juga sebagai penegak hukum (*law enforcer*) yang memiliki otoritas kuasi-yudisial dalam ranah administratif, sekaligus menjadi mitra strategis kepolisian dalam penanganan tindak pidana pasar modal.

Meskipun demikian, terdapat sejumlah persoalan yuridis terkait efektivitas peran OJK dalam melindungi investor retail secara spesifik. Pertama, proses penyidikan dan penuntutan tindak pidana pasar modal umumnya memerlukan waktu yang panjang mengingat kompleksitas pembuktian rangkaian transaksi yang terkoordinasi, sebagaimana ditegaskan bahwa manipulasi pasar tidak dinilai dari satu transaksi tunggal, melainkan dari rangkaian tindakan yang saling terkait (BP Lawyers, 2026), sehingga investor retail sebagai korban harus menunggu waktu yang lama sebelum memperoleh kepastian hukum atas kasus yang menyimpannya. Kedua, orientasi penegakan hukum OJK yang lebih menitikberatkan pada aspek punitif (sanksi administratif dan pidana terhadap pelaku) belum secara proporsional diimbangi dengan mekanisme kompensasi langsung bagi investor retail yang dirugikan, sehingga meskipun pelaku manipulasi berhasil dijatuhi sanksi, hal tersebut tidak serta-merta memulihkan kerugian finansial investor retail secara individual (Ngurah et al., 2022). Ketiga, keterbatasan sumber daya OJK dalam melakukan pengawasan pasar secara menyeluruh terhadap ribuan emiten dan jutaan rekening investor menuntut penguatan sistem pengawasan berbasis teknologi (*market surveillance technology*) yang mampu mendeteksi pola manipulasi secara dini, mengingat modus manipulasi pasar kontemporer yang semakin memanfaatkan teknologi digital dan media sosial sebagai sarana penggerak harga (BP Lawyers, 2026; Surabaya Pagi, 2026).

E. Efektivitas Instrumen Hukum Pasar Modal dalam Melindungi Investor Retail dari Kerugian Akibat Market Manipulation

Evaluasi efektivitas instrumen hukum pasar modal Indonesia dalam melindungi investor retail dari kerugian akibat *market manipulation* perlu dilakukan dengan membedakan antara efektivitas normatif (kelengkapan dan kejelasan norma hukum) dan efektivitas empiris (implementasi dan dampak nyata norma tersebut bagi investor retail). Dari sisi efektivitas normatif, dapat dikatakan bahwa kerangka hukum Indonesia telah relatif komprehensif dalam merumuskan larangan manipulasi pasar melalui Pasal 91 hingga 93 UU Pasar Modal, diperkuat dengan peningkatan ancaman sanksi pidana melalui UU P2SK yang jauh lebih berat dibandingkan rezim sebelumnya, serta didukung oleh kewenangan pengawasan dan penegakan hukum yang terintegrasi di bawah OJK. Peningkatan ancaman sanksi pidana dari maksimal 10 tahun penjara dan denda Rp15 miliar menjadi rentang 5 hingga 15 tahun penjara dengan denda hingga Rp150 miliar (KlikLegal, 2023) mencerminkan komitmen legislatif untuk memperkuat efek jera bagi pelaku manipulasi pasar berskala besar.

Namun demikian, dari sisi efektivitas empiris, terdapat sejumlah kesenjangan yang membatasi perlindungan riil bagi investor retail. Pertama, kesenjangan antara sanksi punitif terhadap pelaku dengan pemulihan kompensatif bagi korban. Sistem hukum pasar modal Indonesia saat ini lebih menonjolkan

pendekatan punitif melalui sanksi pidana dan administratif, sementara mekanisme pemulihan kerugian bagi investor retail secara individual, baik melalui jalur perdata konvensional maupun melalui Dana Perlindungan Pemodal, belum dirancang secara memadai untuk merespons karakteristik kerugian investor retail yang tersebar dalam jumlah kecil namun massal (Nugraha & Nefi, 2022; Herlambang & Astawa, 2025). Ketimpangan ini menciptakan situasi di mana keberhasilan penegakan hukum pidana terhadap pelaku manipulasi pasar tidak serta-merta berkorelasi dengan pemulihan kerugian ekonomi investor retail yang menjadi korbannya, suatu paradoks yang perlu menjadi perhatian dalam evaluasi kebijakan hukum pasar modal ke depan.

Kedua, kesenjangan akses keadilan (*access to justice gap*) bagi investor retail secara individual. Sistem peradilan dan hukum acara perdata Indonesia belum menyediakan mekanisme gugatan kelompok (*class action*) yang secara spesifik dirancang dan mudah diakses untuk konteks kerugian investor pasar modal, sebagaimana dikenal luas dalam yurisdiksi Amerika Serikat melalui *securities class action* yang memungkinkan investor retail secara kolektif menuntut ganti rugi dari pelaku manipulasi pasar dengan pembagian biaya perkara secara proporsional. Ketiadaan mekanisme serupa yang aksesibel di Indonesia menyebabkan investor retail secara individual cenderung enggan menempuh jalur hukum perdata karena disinsentif biaya dan waktu, sehingga hak atas pemulihan kerugian (*right to redress*) investor retail secara praktis sulit terealisasi meskipun secara normatif hak tersebut diakui melalui ketentuan perbuatan melawan hukum dalam KUH Perdata.

Ketiga, kesenjangan literasi dan kapasitas investor retail dalam memanfaatkan instrumen hukum yang tersedia. Sekalipun OJK dan BEI telah menyediakan kanal pengaduan dan mekanisme pelaporan dugaan pelanggaran pasar modal, rendahnya tingkat literasi hukum pasar modal investor retail menyebabkan banyak kasus dugaan manipulasi pasar yang menimpa investor retail tidak pernah dilaporkan atau ditindaklanjuti secara hukum, sehingga data resmi mengenai kasus manipulasi pasar yang tertangani cenderung merepresentasikan hanya sebagian kecil dari keseluruhan praktik manipulasi pasar yang sesungguhnya terjadi di lapangan (Media Hukum Indonesia, 2025). Keempat, tantangan teknologi dan modus operandi yang terus berkembang, di mana praktik manipulasi pasar kontemporer yang memanfaatkan media sosial, kelompok percakapan daring, dan skema *pump and dump* yang terkoordinasi lintas platform digital menuntut kapasitas pengawasan yang jauh lebih adaptif dibandingkan kerangka hukum yang dirumuskan pada era UU Pasar Modal tahun 1995, sehingga meskipun norma hukum secara tekstual masih relevan, implementasinya memerlukan penguatan kapasitas teknis dan kelembagaan yang berkelanjutan.

Berdasarkan evaluasi tersebut, dapat disimpulkan bahwa instrumen hukum pasar modal Indonesia secara normatif telah menyediakan kerangka perlindungan yang relatif memadai dari sisi pencegahan dan penindakan pelaku, namun secara empiris belum sepenuhnya efektif dalam memberikan pemulihan kerugian yang nyata dan aksesibel bagi investor retail sebagai korban, sehingga diperlukan penguatan lebih lanjut pada dimensi kompensatif dan akses keadilan bagi investor retail dalam kerangka hukum pasar modal ke depan.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil dan pembahasan di atas, dapat disimpulkan beberapa hal. Pertama, praktik *market manipulation* dalam pasar modal Indonesia terwujud dalam berbagai bentuk yang diklasifikasikan melalui tiga rumusan delik dalam Pasal 91 hingga 93 UU Pasar Modal, meliputi penciptaan gambaran perdagangan

semu (*wash trading*), transaksi terkoordinasi yang memengaruhi harga efek (termasuk *cornering the market* dan *pump and dump*), serta penyebaran pernyataan material yang tidak benar atau menyesatkan. Praktik-praktik tersebut berdampak multidimensi bagi investor retail, meliputi kerugian finansial langsung akibat harga yang terinflasi secara artifisial, defisit kepercayaan terhadap integritas pasar modal, serta hambatan struktural dalam memperoleh pemulihan hukum akibat karakteristik kerugian yang tersebar dalam jumlah kecil namun masif secara agregat.

Kedua, perlindungan hukum bagi investor retail terhadap praktik *market manipulation* tersedia dalam dua dimensi, yaitu perlindungan preventif melalui kewajiban keterbukaan informasi, sistem pengawasan perdagangan bursa (*market surveillance system*), dan kewajiban perizinan kegiatan pasar modal, serta perlindungan represif melalui sanksi administratif, sanksi pidana yang telah diperberat melalui UU P2SK, dan mekanisme pemulihan kerugian melalui Dana Perlindungan Pemodal maupun gugatan perdata berdasarkan ketentuan perbuatan melawan hukum (*onrechtmatige daad*). Namun demikian, perlindungan hukum yang ada bersifat generik (*generic protection*) dan belum secara spesifik dirancang untuk merespons kerentanan struktural investor retail dibandingkan investor institusional.

Ketiga, instrumen hukum pasar modal Indonesia menunjukkan efektivitas normatif yang relatif memadai dari sisi kelengkapan larangan dan pemberatan sanksi pidana terhadap pelaku manipulasi pasar, namun efektivitas empirisnya masih terbatas, terutama karena kesenjangan antara pendekatan punitif terhadap pelaku dengan pemulihan kompensatif bagi korban, ketiadaan mekanisme gugatan kelompok (*class action*) yang aksesibel bagi investor retail, keterbatasan literasi hukum pasar modal di kalangan investor retail, serta tantangan adaptasi pengawasan terhadap modus manipulasi pasar kontemporer yang berbasis teknologi digital dan media sosial.

Sehubungan dengan hal tersebut, penelitian ini merekomendasikan agar pembentuk kebijakan dan otoritas pasar modal mempertimbangkan penguatan mekanisme gugatan perwakilan kelompok (*representative action* atau *class action*) yang lebih aksesibel secara biaya dan prosedur bagi investor retail, perluasan cakupan Dana Perlindungan Pemodal agar turut mencakup risiko kerugian akibat *market manipulation* pihak ketiga secara lebih eksplisit, penguatan sistem pengawasan pasar berbasis teknologi kecerdasan buatan (*artificial intelligence*) untuk mendeteksi pola manipulasi secara dini, serta intensifikasi program literasi hukum pasar modal yang menyasar investor retail agar mereka mampu mengenali indikasi praktik manipulatif dan memanfaatkan kanal pengaduan hukum yang tersedia secara lebih optimal.

DAFTAR PUSTAKA

- BP Lawyers. (2026). *Memahami kaitan manipulasi saham gorengan dengan pidana UU Pasar Modal*. <https://bplawyers.co.id/>
- Fauzi Tegar Nugraha, A., & Nefi, A. (2022). Penegakan hukum dalam upaya ganti rugi terhadap tindakan manipulasi pump and dump (Studi kasus PT Jiwasraya). *Jurnal Pendidikan dan Konseling*, 4(4), 3504–3608.
- Herlambang, E., & Astawa, I. K. (2025). Perlindungan hukum bagi investor dari praktik manipulasi harga saham di pasar modal dan relevansi sanksi berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal (Studi kasus PT Jiwasraya). *Jurnal Hukum & Hukum Islam*, 12(1).
- Hukumonline. (2024). *Memahami ketentuan tindak kejahatan dan pelanggaran pasar modal*. <https://www.hukumonline.com/>

- Hukumonline Klinik. (2014). *Bentuk manipulasi pasar di pasar modal*. <https://www.hukumonline.com/klinik/>
- Jurnal Ilmiah Nusantara (JINU). (2026). *Efektivitas Undang-Undang Pasar Modal terhadap perlindungan hukum investor dalam manipulasi pasar*. Kampus Akademik Publishing.
- K&K Advocates. (t.t.). *Cornering the market merupakan suatu perbuatan manipulasi dalam bidang pasar modal*. <https://www.kk-advocates.com/>
- Khoirunnisaa, N. F., & Masnun, M. A. (2022). Perlindungan hukum bagi investor terhadap insider trading dalam perspektif Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal. *NOVUM: Jurnal Hukum*, 91–100.
- KlikLegal. (2023). *Praktik manipulasi pasar dalam lingkup pasar modal: Menilik peran lembaga pengawas keuangan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) di Indonesia*. <https://kliklegal.com/>
- Marzuki, P. M. (2021). *Penelitian hukum* (Edisi revisi). Kencana Prenada Media Group.
- Media Hukum Indonesia. (2025). Perlindungan hukum bagi investor ritel dalam investasi digital: Perbandingan regulasi Indonesia, Singapura, dan Malaysia. *Media Hukum Indonesia*, 3(4), 93–97.
- Muhaling, S. (2021). Penegakan hukum dan penerapan sanksi pidana di bidang pasar modal yang berlaku di Indonesia berdasarkan UU No. 8 Tahun 1995. *Lex Privatum*, 9(8), 170–171.
- Nasarudin, M. I., et al. (2014). *Aspek hukum pasar modal Indonesia*. Kencana.
- Ngurah, I. K. W. J., Budiarta, I. N. P., & Gde Dwi. (2022). Disgorgement sebagai upaya perlindungan hukum dalam pengembalian keuntungan tidak sah. *Jurnal Analogi Hukum*, 4(1), 50–54.
- Panjaitan, M. M. M., & Apriani, R. (2022). Manipulasi pasar dalam perdagangan saham di pasar modal ditinjau dari aspek perlindungan hukum bagi investor. *Jurnal Ilmu Hukum dan Humaniora*, 9(2), 848–861. <https://doi.org/10.31604/justitia.v9i2.848-861>
- Republik Indonesia. (1995). *Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 1995 Nomor 64.
- Republik Indonesia. (2011). *Undang-Undang Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan*. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2011 Nomor 111.
- Republik Indonesia. (2016). *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 49/POJK.04/2016 tentang Dana Perlindungan Pemodal*.
- Republik Indonesia. (2023). *Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan*. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2023 Nomor 4.
- Rusdinah, et al. (2023). Perlindungan hukum terhadap investor dari praktik manipulasi di pasar modal. *Jurnal Hukum Justice*, 4(1).
- Sitompul, Z. (2012). Konsepsi dan transformasi Otoritas Jasa Keuangan (Conception and transformation Financial Services Authority). *Jurnal Legislasi Indonesia*, 9(3), 102.
- Soekanto, S., & Mamudji, S. (2015). *Penelitian hukum normatif: Suatu tinjauan singkat*. Rajawali Pers.
- Surabaya Pagi. (2026). *Kejahatan di pasar modal, goreng saham dan lifestyle*. <https://surabayapagi.com/>