



Struktur Dewan Direksi dan Insider Trading

Aulia Herdiani^{1*}, Ruci-Shian Wu²

¹Universitas Negeri Malang, Indonesia

²Yuan Ze University, Taiwan

*aulia.herdiani.fe@um.ac.id

Keywords:

Structure of Board Directors, Internal Monitoring Mechanism, Insider Trading

Citation:

Herdiani, A., Wu, RS. (2025). Struktur Dewan Direksi dan Insider Trading. *Kompartemen: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 25(1), 16 – 26

ABSTRACT

Studies on how to mitigate insider trading have been extensively conducted, but various monitoring schemes have produced mixed results. This study attempts to examine the impact of internal monitoring mechanisms through the structure of board directors on insider tendencies. This study examines nine characteristics of the board of directors' structure on abnormal returns from insider trading as measured using the Carhart (1997) four-factor model estimated more than 180 calendar days after the transaction dates. The results indicate that the influence of the structure of board directors varies on insider selling and purchasing. The independent directors on board structure monitoring mechanism are more effective in mitigating insider selling, but not for insider purchasing.



PENDAHULUAN

Insider trading telah menjadi fokus utama dalam penelitian dan diskusi profesional yang masih menjadi tantangan signifikan di pasar keuangan karena dapat merusak kepercayaan investor dan mengorbankan integritas pasar modal. Didefinisikan sebagai pembelian atau penjualan sekuritas dengan menggunakan informasi non-publik, insider trading tidak hanya menimbulkan dilema etika tetapi juga kekhawatiran serius mengenai keadilan dan transparansi pasar. Meskipun semua negara memiliki kerangka regulasi yang dirancang untuk menekan praktik tersebut, kasus insider trading masih terus terjadi sehingga memerlukan evaluasi terhadap mekanisme tata kelola yang ada. Meningkatnya kasus *insider trading* beberapa tahun terakhir mencerminkan potensi ketidakcukupan dalam kerangka tata kelola saat ini (Brisker, Outlaw, & Smith, 2017; Johnson, 2022). Perubahan regulasi di negara-negara dengan ekonomi maju menekankan perlunya perusahaan untuk mengadopsi praktik tata kelola yang lebih baik (Hodgson, Seamer, & Uylangco, 2020). Penelitian ini bertujuan untuk menguji peran mekanisme internal tata kelola perusahaan dalam mengurangi praktik *insider trading*.

Penelitian terbaru telah menyoroti peningkatan yang meresahkan secara global, yang mendorong pembuat kebijakan dan pemimpin perusahaan untuk mencari Solusi tata kelola yang lebih kuat (Brisker, Outlaw, & Smith, 2017; Johnson, 2022). Implikasi dari *insider trading* melampaui sekedar kasus internal perusahaan; hal itu memiliki efek berantai yang mempengaruhi kepercayaan investor dan stabilitas ekonomi lintas batas (Nguyen & Lee, 2021; Bohmann & Patel, 2022). Di era kemajuan teknologi yang pesat dan model bisnis yang terus berkembang, praktik tata kelola perusahaan kontemporer dapat diadaptasi untuk mengatasi tantangan unik yang ditimbulkan *insider trading* (Chen et al., 2023; Harris & Martinez, 2024).

Lebih jauh lagi, skandal perusahaan terkenal telah menggarisbawahi perlunya kepemimpinan yang etis dan struktur tata kelola yang ketat untuk mencegah perilaku tidak etis, termasuk *insider trading*

(Roberts, 2021; Wang & Zhang, 2025). Harapan stakeholder untuk tata kelola yang transparan dan bertanggung jawab semakin meningkat dengan investor semakin menyukai perusahaan yang menunjukkan komitmen terhadap praktik etis (Wang & Zhang, 2025). Namun demikian, terdapat kesenjangan penting dalam literatur akademis yang secara khusus pada efektivitas berbagai mekanisme tata kelola dalam mencegah *insider trading* (Kumar, Sharma, & Behura, 2023; Lee, 2023).

Perusahaan menghadapi berbagai tantangan tata kelola dalam lanskap ekonomi yang dinamis, penelitian ini akan menganalisis struktur tata kelola perusahaan dan potensinya untuk mengurangi *insider trading* secara efektif (Su & Sha, 2024). Lebih lanjut, penelitian ini bertujuan untuk memberikan pemahaman komprehensif bagaimana struktur tata kelola dapat meningkatkan integritas pasar dan mendorong perilaku etis dalam perusahaan. Kebutuhan tata kelola yang efektif untuk mengatasi *insider trading* tidak pernah lebih penting dari keberadaan kebijakan yang mengatur *insider trading* itu sendiri. Penelitian ini membahas pentingnya praktik tata kelola yang dapat mengurangi *insider trading* sehingga dapat berkontribusi pada praktik pasar modal yang lebih adil dan transparan untuk semua *stakeholder*.

TINJAUAN LITERATUR

Undang-undang yang mengatur *insider trading* mungkin mencegah *insider* mengeksploitasi informasi pribadi yang mereka miliki dan mencegah penipuan dan manipulasi. Namun, dalam hal konfederasi, *insider trading* tetap dapat terjadi. Para eksekutif dan direktur independen dapat memperoleh laba yang lebih besar daripada pasar ketika direktur independen juga mengetahui, setidaknya pada saat pasar sedang baik (Ravina & Sapienza, 2010). Tanpa mengesampingkan undang-undang yang mengatur dengan kuat tentang praktik *insider trading*, pengendalian internal akan sangat efektif dalam mengurangi pelanggaran.

Banyak penelitian memperluas literatur tentang *insider trading* dengan memeriksa secara terpisah peran tata kelola perusahaan untuk mekanisme internal dan eksternal. Penelitian sebelumnya mengungkapkan bahwa faktor signifikan dalam menurunkan profitabilitas *insider trading* adalah tata kelola yang memadai (Dai et al., 2016), terutama bagi investor institusional yang meningkatkan kualitas struktur mereka (Chung dan Zhang, 2011). Selain itu, dengan menggunakan tindakan khusus yang diambil oleh *General Counsel* sebagai ketentuan tata kelola dalam kebijakan *insider trading*, ketentuan tersebut dapat membatasi transaksi *insider* dan kemampuan mereka untuk memprediksi kinerja operasi di masa mendatang (Jagolinzer et al., 2011).

Perusahaan dengan proporsi direktur independen yang lebih tinggi di jajaran direksinya akan mengurangi Tingkat *insider trading*. Meskipun Ravina dan Sapienza (2010) membuktikan bahwa eksekutif dan direktur independen, serta mereka yang duduk di komite audit memperoleh laba yang lebih tinggi di perusahaan dengan tata kelola terlemah, namun Ferreira dan Laux (2016) menemukan bahwa peran direktur independen dalam pemantauan lebih efektif dalam mengurangi seleksi yang merugikan daripada dewan direksi ketika didominasi oleh eksekutif dan *insider* lainnya. Direktur independen memberikan pengawasan yang objektif dan cenderung tidak dipengaruhi oleh eksekutif perusahaan, sehingga meningkatkan kemampuan pemantauan (Kumar, Sharma, & Behura, 2023; Nguyen & Lee, 2021). Dengan menggunakan mekanisme pemantauan internal, *insider* cenderung menahan diri untuk tidak mengeksploitasi informasi nonpublik sebagai materi yang menguntungkan; mereka justru termotivasi oleh informasi publik (Alldredge dan Cicero, 2015).

Perusahaan yang memisahkan peran CEO dan direksi akan melaporkan lebih sedikit kasus *insider trading*. Pemisahan struktural ini dapat mengurangi konsentrasi kekuasaan dan mendorong akuntabilitas yang lebih besar, yang pada gilirannya mengarah pada pengawasan yang lebih ketat atas Tindakan eksekutif (Hodgson, Seamer, & Uylangco, 2020). Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa perusahaan dengan struktur tata kelola seperti ini cenderung tidak mengalami kasus *insider trading* (Davis, 2023; Bohmann & Patel, 2022). Selain itu, perusahaan dengan komite audit yang aktif

dan independen akan menunjukkan prevalensi *insider trading* yang lebih rendah. Komite audit sangat penting mengawasi pelaporan dan kepatuhan keuangan yang dapat mencegah perilaku tidak etis, termasuk *insider trading* (Burnett, Jorgensen, & Pollard, 2024; Su & Sha, 2024). Penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa praktik komite audit yang kuat berkorelasi dengan berkurangnya pelanggaran internal perusahaan termasuk praktik *insider trading* (Chen et al., 2023; Wang et al., 2022). Mengeksploitasi informasi untuk mendapatkan lebih banyak laba adalah sifat investor, baik *insider* maupun investor luar. Namun, informasi yang berbeda memberikan manfaat yang berbeda. *Insider* memiliki kemungkinan lebih besar untuk memperoleh informasi nonpublik daripada investor luar meskipun *insider* menjual saham mereka lebih banyak untuk menguntungkan diri mereka sendiri ketika orang luar memiliki lebih sedikit niat (Alldredge dan Cicero, 2015; Hillier et al., 2015), yang berarti bahwa *insider* mampu mengekstraksi keuntungan dari pemegang saham. *Insider* cenderung untuk mengeruk informasi pribadi mereka, apalagi yang negatif. Lee et al., (2014) menggarisbawahi bahwa kebijakan pembatasan perusahaan secara efektif mencegah *insider* mengeksploitasi informasi pribadi yang negatif alih-alih mengambil keuntungan dari informasi pribadi yang positif. Dalam hal ini, perusahaan dengan tata kelola yang lebih baik memainkan peran penting dalam mengurangi profitabilitas *insider*. Menggunakan intersepsi dari Carhart (1997), Dai et al. (2016) menekankan bahwa *insider* perusahaan dengan tata kelola yang lebih baik memperoleh pengembalian abnormal yang jauh lebih rendah dari transaksi penjualan mereka sebelum pengumuman berita buruk. Hasil ini relevan dengan yang dilaporkan oleh Jagolinzer et al. (2011), yang selanjutnya mengeksplorasi bahwa pemantauan internal aktif secara efektif mengurangi kemampuan *insider trading* untuk memprediksi kejutan pendapatan.

METODE

Penelitian ini menguji peran struktur tata kelola internal perusahaan dalam mengurangi praktik *insider trading*. Data yang digunakan dalam penelitian ini dikumpulkan dari tahun 2010 (setelah penerapan Section 404 dari SOX pada bulan September 2022 dan krisis global pada 2008-2009). Hingga tahun 2020 (sebelum krisis pandemi global). Penelitian ini menggunakan data dari 514 perusahaan IPO dan 1.526 SEO di Amerika Serikat yang terdaftar di NYSE, AMEX, atau NASDAQ. Sampel awal berjumlah 313.736 transaksi *insider trading* sesuai dengan Section 16 dari *Securities Exchange Act 1934* dan diambil dari CRSP dan *Compustat* untuk data *return* saham dan data keuangan. Data tata kelola internal diambil dari *RiskMetrics*, *ExecuComp*, dan *Thomson Reuters' Institutional Holdings (13F)*. Data penelitian ini dibatasi dengan mengecualikan perusahaan dari industri keuangan (perusahaan dengan kode SIC antara 6000 dan 6999).

Pengujian struktur tata kelola internal perusahaan dilakukan terhadap *board independence*, *compensation committee independence*, *board size*, *old director*, *busy director*, *block independent director*, *outside director tenure*, *CEO duality*, dan *insider ownership*. *Board independence* adalah jumlah direktur yang berasal dari luar pada dewan direksi (+). *Compensation committee independence* merupakan jumlah direktur yang berasal dari luar pada *compensation committee* (+). *Board size* adalah jumlah direktur dalam dewan direksi (-). *Old director* adalah jumlah direktur dengan usia lebih dari 72 tahun (-). *Busy director* merupakan jumlah direktur yang berasal dari luar yang memegang jabatan dalam dewan direksi lebih dari 3 (-). *Block independent director* merupakan variabel *dummy* dengan 1 jika direktur independen merupakan *blockholder* dan 0 jika sebaliknya (+). *Outside director tenure* merupakan jumlah direktur yang berasal dari luar yang ditunjuk sebelum CEO tahun berjalan (+). *CEO Duality* merupakan variabel *dummy* dengan 1 jika CEO yang merangkap sebagai ketua dewan direksi dan 0 jika tidak merangkap (-). *Insider ownership* merupakan persentase saham yang dimiliki oleh semua dewan direksi dan 5 manajemen teratas (+).

Cara yang tepat untuk mengidentifikasi keberadaan *insider trading* dalam perusahaan adalah dengan melihat profitabilitas *insider* yang dihitung sebagai laba dari perdagangan (Dai et al., 2016). Secara

sederhana, hal ini dapat didefinisikan sebagai keuntungan modal (yang belum terealisasi) setelah pembelian dan kerugian yang dihindari dengan menjual saham (Skaife et al., 2013). Penelitian ini menggunakan $Alpha_{6m}^1$ sebagai proksi *insider trading* untuk pengujian utama (Jagolinzer et al., 2011). $Alpha_{6m}$, nilai intersep, α ($-\alpha$) untuk pembelian (penjualan) dari Carhart (1997) *four-factor* model yang diestimasi lebih dari 180 hari kalendar setelah tanggal transaksi, didefinisikan sebagai *abnormal returns*. Nilai tersebut merupakan hasil regresi seperti pada persamaan 1.

$$(R_i - R_f) = \alpha + \beta_1(R_{mkt} - R_f) + \beta_2SMB + \beta_3HML + \beta_4UMD + e \dots\dots\dots (1)$$

Berdasarkan persamaan (1), SMB, HML, dan UMD secara berturut-turut adalah ukuran, *book-to-market*, dan faktor momentum; R_i merupakan *return* saham harian dari perusahaan i; R_f merupakan suku bunga bebas risiko; R_{mkt} adalah *return* pasar tertimbang nilai CRSP (Fama and French, 1993; Carhart, 1997). Untuk analisis data, *ordinary least square* (OLS) dilakukan terhadap dua *corporate event*, yaitu IPO dan SEO. Untuk pengujian hipotesis, penelitian ini menggunakan model persamaan (2).

$$Alpha_{6m} = \alpha + \beta_1Gov + \beta_2Size + \beta_3BM + \beta_4Loss + \beta_5PRD_{TA} + \beta_6DispersionAF + \beta_7Tradesize + \epsilon (2)$$

Gov merupakan proksi dari setiap komponen mekanisme internal dari tata kelola perusahaan yang diuji dalam penelitian ini. Selain itu, kami mengendalikan efek ukuran perusahaan (Size) dan volume saham yang diperdagangkan (*tradesize*) mengikuti Seyhun (1986) dan Brochet (2010). *Dispersion* dikendalikan karena pengungkapan sukarela oleh *insider* kemungkinan jauh lebih tinggi pada perusahaan dengan perkiraan kinerja masa depan yang lebih stabil daripada perusahaan dengan kinerja berfluktuasi (Lang & Lundholm, 1993).

HASIL PENELITIAN

Tabel 1 menyajikan data yang digunakan dalam penelitian ini. Data yang dikumpulkan didasarkan pada dua peristiwa, yaitu IPO dan SEO, di mana *abnormal return* juga ditentukan berdasarkan transaksi penjualan (pembelian) *insider*. Rata-rata pengembalian abnormal harian pada peristiwa IPO berada dalam kisaran -0,0119 hingga 0,0131, yang kurang fluktuatif dibandingkan dengan rata-rata pengembalian abnormal harian pada peristiwa SEO (kisaran -0,4025 hingga 0,2733). Saham yang *outperformed* atau *underperformed* dari kinerja pasar rata-rata terjadi selama peristiwa SEO. Rata-rata ukuran perusahaan yang diamati dalam studi ini adalah 6,9474 dengan ukuran dewan perusahaan IPO adalah 6,3978 setiap tahun fiskal. Selain itu, jumlah rata-rata dewan independen, independensi komite kompensasi, direktur dengan usia di atas 72 tahun, direktur yang memegang lebih dari 2 (dua) posisi dewan di luar perusahaan IPO, direktur independen blok, direktur luar yang ditunjuk sebelum CEO saat ini, dualitas CEO, dan kepemilikan orang dalam adalah 4,6075, 2,5269, 0,3952, 0,3575, 0,3952, 1,5425, 0,6102, dan 0,0015.

¹ Average daily abnormal returns are calculated as the returns from each transaction made by insiders held for 180 calendar days using Carhart's (1997) four-factor model. It is distinguished as abnormal returns from insider purchasing (α) and insider selling ($-\alpha$), or following previous studies (Jagolinzer et al., 2011; Dai, et al., 2016), we multiplied the abnormal returns from insider selling by -1.

Tabel 1. Data Struktur Tata kelola perusahaan

Variabel	Mean	Min	Max	STD
<i>Alpha6m (IPO)</i>	0,0035	-0,0119	0,0131	0,0031
<i>Alpha6m (SEO)</i>	0,0013	-0,4025	0,2733	0,0294
<i>Board Independence</i>	4,6075	2,0000	8,0000	1,3264
<i>Compensation Committee Independence</i>	2,5269	0,0000	5,0000	0,8791
<i>Board Size</i>	6,3978	3,0000	11,000	1,4676
<i>Old Director</i>	0,3952	0,0000	4,0000	0,7211
<i>Busy Director</i>	0,3575	0,0000	3,0000	0,5722
<i>Block Independent Director</i>	0,3952	0,0000	3,0000	0,6983
<i>Outside Directors Tenure</i>	1,5425	0,0000	8,0000	1,7086
<i>CEO Duality</i>	0,6102	0,0000	3,0000	0,6197
<i>Insider Ownership (%)</i>	0,0015	0,0000	0,0362	4,9116
<i>FirmSize</i>	6,9474	3,4722	9,6245	1,1463
<i>Dispersion</i>	0,3493	0,0000	0,6886	0,1355
<i>TradeSize</i>	0,0025	0,0000	0,5329	0,0264

Dampak setiap dimensi struktur tata kelola terhadap *insider trading* ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Analisis Data

Variabel	Insider Trading	
	Selling	Purchasing
<i>Intercept</i>	-0,0116 (-4,99) **	0,0033 (0,90)
<i>Outside Director Tenure</i>	-0,0025 (-14,47) **	-0,0048 (-14,80) **
<i>CEO Duality</i>	0,0033 (21,42) **	-0,0008 (-3,29) **
<i>Board Independence</i>	-0,0054 (-31,33) **	0,0008 (2,94) **
<i>Compensation Committee</i>	0,0006 (4,20) **	0,0010 (4,04) **
<i>Board Size</i>	0,0067 (19,78) **	0,0043 (11,94) **
<i>Block Independent Directors</i>	0,0029 (30,85) **	0,0022 (12,54) **
<i>Insider Ownership</i>	0,0033 (7,98) **	-0,0016 (-3,49) **
<i>Busy Directors</i>	-0,0001 (-0,23)	-0,0017 (-3,31) **
<i>Old Directors</i>	-0,0008 (-5,60) **	-0,0003 (-1,63)
<i>FirmSize</i>	-0,0021 (-9,35) **	0,0004 (1,35)
<i>Dispersion</i>	0,0717 (29,62) **	0,0234 (6,40) **
<i>TradeShares</i>	0,0873 (40,24) **	-0,1149 (-0,67)
<i>Fixed Effects</i>	Industry/ Year	Industry/ Year
<i>Adj-R²</i>	0,6776	0,7589
<i>F-Value</i>	1431,85**	582,49**

PEMBAHASAN

Tabel 2 menunjukkan dampak setiap dimensi struktur tata kelola terhadap *insider trading*. Setelah setiap dimensi dianalisis secara terpisah, kami menemukan bahwa *old director*, *busy director*, dan *block independent director* tidak konsisten dengan penelitian sebelumnya. Keberadaan *old director* dan *busy director* di dewan direksi mungkin memiliki peran penting dalam mengurangi aktivitas insider karena mereka memiliki lebih banyak pengalaman dalam siklus hidup perusahaan daripada direktur muda atau baru.

Skenario yang berbeda dapat dilihat dari peran *block independent director*. *Block independent director* cenderung meningkatkan keinginan insider untuk mengeksploitasi informasi asimetris (pengajuan penjualan dan pembelian, t-stat. masing-masing 30,85 dan 12,54). Direktur di dewan direksi lebih khawatir tentang tanggung jawab pribadi mereka karena aset pribadi mereka di perusahaan. Keberadaan dewan independen memang diperlukan untuk mendeteksi penipuan. Namun demikian, bila dewan direksi independen merupakan pemegang saham utama yang tidak bertanggung jawab terhadap hal-hal yang seharusnya menjadi tanggung jawab dewan direksi suatu perusahaan, maka peran pengawasan mereka menjadi kurang efektif.

Pada Tabel 2 terlihat bahwa direksi independen (*board independence*) memiliki pengaruh negatif dan terhadap penjualan *insider trading* (t-stat = -31.33; p-value < 0.001), namun berpengaruh positif pada pembelian (t-stat = 2.94; p-value < 0.001). Tabel 2 menyajikan hasil regresi untuk masing-masing 9 dimensi struktur tata kelola perusahaan terhadap profitabilitas internal. Signifikansi hasil ditunjukkan oleh ** dan * berdasarkan uji dua sisi pada level 1% dan 5%. Statistik t ada dalam tanda kurung.

Direksi independen membantu mengurangi risiko *insider trading* dengan mengawasi dan menegakkan kebijakan tata kelola informasi yang lebih baik. Dewan direksi ini kurang dipengaruhi oleh manajemen perusahaan dan lebih cenderung menerapkan dan memantau kontrol internal yang kuat untuk membatasi akses ke informasi material nonpublik. Li, Wang, dan Zhang (2023) menemukan bahwa perusahaan dengan dewan direksi independen lebih cenderung memiliki kontrol internal yang efektif, mengurangi kemungkinan *insider trading* oleh para eksekutif. *Board independence* lebih cenderung mengadvokasi protokol penyebaran informasi yang ketat, memastikan bahwa hanya individu yang berwenang yang memiliki akses ke informasi sensitif. Li, Zhang, dan Ding (2023) menemukan bahwa dewan independen secara signifikan mengurangi kemungkinan pelanggaran perdagangan orang dalam karena mereka menegakkan standar etika yang lebih kuat dan transparansi dalam transaksi keuangan. Hal ini mengurangi kemungkinan orang dalam dapat menggunakan informasi tersebut untuk keuntungan pribadi.

Direktur independen dapat memantau dengan cermat aktivitas perdagangan para eksekutif perusahaan, sehingga lebih sulit bagi mereka untuk terlibat dalam perdagangan orang dalam tanpa pengawasan. Dewan independen dapat memberlakukan periode larangan atau menerapkan mekanisme untuk melacak perdagangan orang dalam, meningkatkan akuntabilitas dan mengurangi perdagangan orang dalam. Dewan independen dapat membantu mengekang perdagangan orang dalam melalui pengawasan yang lebih ketat terhadap praktik perdagangan eksekutif, khususnya dengan menerapkan kebijakan seperti jendela perdagangan wajib (Rahman, Faff, & Oliver, 2021). Dalam konteks perdagangan orang dalam, potensi konflik tinggi jika dewan tidak independen, karena direktur mungkin lebih lunak terhadap manajemen atau gagal menantang mereka pada masalah seperti kebocoran informasi atau penyalahgunaan. Gao dan Huang (2023) mengemukakan bahwa perusahaan dengan dewan independen cenderung tidak terlibat dalam perdagangan orang dalam karena dewan ini dapat memisahkan kepentingan pribadi dari keputusan bisnis, memastikan bahwa informasi orang dalam tidak digunakan untuk keuntungan finansial. Direktur independen yang tidak terhubung dengan manajemen atau operasi

perusahaan secara finansial langsung lebih cenderung memprioritaskan kepentingan pemegang saham dan menegakkan aturan ketat yang mencegah perdagangan orang dalam.

Komite kompensasi (*compensation committee*) cenderung memotivasi *insider* untuk melakukan perdagangan. Hal ini terbukti dari hasil analisis yang menyatakan bahwa komite kompensasi berpengaruh positif pada *insider trading* ($t\text{-stat selling} = 4,20$ dan $t\text{-stat purchasing} = 4,04$ pada $p\text{-value} < 0.001$). Komite Kompensasi (CC) memainkan peran penting dalam menentukan struktur gaji eksekutif, termasuk gaji, bonus, opsi saham, dan insentif berbasis kinerja. Penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa skema kompensasi yang terlalu memberi insentif pada kenaikan harga saham jangka pendek dapat mendorong para eksekutif untuk terlibat dalam perdagangan orang dalam untuk mendapatkan keuntungan dari informasi nonpublik yang dapat menaikkan harga saham untuk sementara waktu. Bebchuk, Cohen, dan Wang (2013) membahas bagaimana paket kompensasi berbasis saham yang agresif dikaitkan dengan peningkatan kemungkinan terjadinya perdagangan orang dalam karena para eksekutif berusaha memaksimalkan imbalan saham mereka dalam jangka pendek. Jika Komite Kompensasi mengaitkan kompensasi eksekutif terlalu erat dengan kinerja saham dalam jangka pendek, para eksekutif mungkin termotivasi untuk bertindak berdasarkan informasi orang dalam untuk mendapatkan keuntungan dari pergerakan harga saham. Di sisi lain, insentif berbasis kinerja jangka panjang, seperti opsi saham yang diberikan selama beberapa tahun, dapat mengurangi godaan untuk melakukan perdagangan orang dalam, karena para eksekutif didorong untuk berpikir jangka panjang daripada berfokus pada manipulasi harga jangka pendek).

Di sisi lain, komite kompensasi juga memainkan peran penting dalam mengawasi implikasi etis dari gaji eksekutif dan memastikan bahwa kompensasi selaras dengan tujuan strategis jangka panjang perusahaan. Komite Kompensasi yang aktif, independen, dan tertata dengan baik cenderung tidak merancang skema kompensasi yang mendorong perilaku berisiko atau tidak etis, seperti perdagangan orang dalam. Komite kompensasi dengan independensi yang lebih besar cenderung mengadopsi struktur kompensasi yang bertanggung jawab yang mengurangi insentif bagi para eksekutif untuk terlibat dalam perdagangan orang dalam (Jiang, Wintoki, & Xi, 2021).

Ukuran dewan direksi suatu perusahaan dapat secara signifikan memengaruhi kemungkinan terjadinya *insider trading*. Berdasarkan hasil analisis penelitian ini didapatkan bahwa semakin banyak jumlah dewan direksi maka semakin tinggi kemungkinan terjadinya *insider trading* ($t\text{-stat selling} = 19.78$ dan $t\text{-stat purchasing} = 11.94$ pada $p\text{-value} < 0.001$). Dewan direksi yang lebih besar terkadang mengalami masalah keagenan, di mana para direktur mungkin tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik para pemegang saham (Sekhar, Ashalatha, & Gorkhe, 2022). Jumlah anggota yang lebih banyak, dewan direksi dapat menjadi kurang kohesif, sehingga semakin sulit bagi masing-masing direktur untuk meminta pertanggungjawaban eksekutif atas pelanggaran seperti *insider trading*. Lebih jauh lagi, beberapa direktur mungkin memprioritaskan kepentingan mereka sendiri atau kepentingan eksekutif yang berhubungan dengan mereka, sehingga melemahkan pengawasan yang efektif.

Penelitian ini menemukan bahwa direktur yang lebih tua (*old director*) lebih mendemotivasi *insider* untuk melakukan penjualan daripada pembelian ($t\text{-stat selling} = -5.60$ pada $p\text{-value} < 0.001$). Direktur yang lebih tua mungkin membawa pengalaman dan kebijaksanaan, tetapi mereka mungkin juga memiliki motivasi, bias, dan perilaku yang berbeda dibandingkan dengan direktur yang lebih muda atau lebih independen. Direktur yang lebih tua, terutama yang memiliki pengalaman lama, mungkin lebih efektif dalam memantau manajemen, mengingat pengalaman mereka yang luas dalam tata kelola perusahaan dan pengambilan keputusan strategis (Rice, 2024). Pengalaman ini dapat membantu mereka mengidentifikasi praktik yang tidak etis, termasuk perdagangan orang dalam, dengan lebih mudah. Selain itu, direktur yang lebih tua cenderung lebih konservatif dan menghindari risiko, yang berpotensi mengurangi kemungkinan terlibat dalam atau memungkinkan terjadinya *insider trading*. Hal ini bisa

jadi karena mereka akan kehilangan lebih banyak reputasi dan warisan saat karier mereka mendekati akhir (Brandes, et al., 2022).

Direktur Independen Blok (*Block Independent Director*, BID) adalah anggota dewan independen yang memegang persentase saham yang signifikan di suatu perusahaan. Direktur ini memiliki peran ganda, baik sebagai pemengaruh tata kelola maupun sebagai pemegang saham yang signifikan. Posisinya sebagai pemegang saham yang signifikan memiliki kecenderungan untuk meningkatkan keuntungan pribadi. Penelitian ini membuktikan bahwa keberadaan BID justru memotivasi *insider trading* ($t\text{-stat selling} = 30.85$ dan $t\text{-stat purchasing} = 12.54$ pada $p\text{-value} < 0.001$). Yim (2020) menemukan bahwa pemegang saham dengan hak suara substansial (seperti BID) dapat mendorong keputusan yang menguntungkan mereka, terkadang mengarah pada situasi di mana perdagangan orang dalam lebih mungkin terjadi. Mereka berpendapat bahwa BID dapat memengaruhi keputusan penting tentang pengungkapan waktu atau strategi perusahaan dengan cara yang dapat mendorong orang dalam untuk berdagang berdasarkan informasi nonpublik.

Penelitian yang dilakukan oleh Cline, Houston, dan Naym (2024) menunjukkan bahwa meskipun BID berpotensi untuk mengekang *insider trading* dengan mendorong praktik yang lebih transparan, sahamnya yang besar juga dapat mendorong perilaku yang secara tidak langsung memberi insentif pada perdagangan berdasarkan informasi material yang tidak diungkapkan. perusahaan dengan pengaruh pemegang saham utama yang signifikan (terutama yang memiliki BID) menunjukkan risiko yang lebih tinggi dalam pengaturan waktu pengungkapan yang strategis, yang berpotensi memunculkan peluang *insider trading*. Eugster dan Wang (2023) menyoroti bahwa penyalarsan BID dengan manajemen atau pemegang saham berpengaruh lainnya dapat mengakibatkan asimetri informasi, di mana orang dalam tertentu mengeksploitasi informasi nonpublik untuk keuntungan finansial. Mereka mengusulkan bahwa meskipun BID dapat berfungsi sebagai pengawas secara teori, kepentingan mereka dalam memaksimalkan keuntungan finansial pribadi mungkin bertentangan dengan peran mereka sebagai pemantau independen *insider trading*.

Berdasarkan hasil analisis penelitian pada Tabel 2 Panel B diketahui bahwa *outside director tenure* dapat secara efektif mencegah praktik *insider trading* ($t\text{-stat selling} = -14.47$ dan $t\text{-stat purchasing} = -14.80$ pada $p\text{-value} < 0.001$). Semakin lamanya masa jabatan direktur luar di dewan, mereka menjadi lebih mengenal operasi internal, keuangan, dan strategi perusahaan. Pemahaman yang lebih mendalam ini memungkinkan mereka untuk mengawasi risiko potensial secara lebih efektif, termasuk *insider trading*. Direktur luar yang telah lama menjabat mungkin lebih siap untuk mengenali pola atau perbedaan yang dapat menandakan perdagangan terlarang, seperti aktivitas perdagangan yang tidak biasa di antara para eksekutif atau potensi penyalahgunaan informasi rahasia (Gao & Huang, 2024). Sun dan Bhuiyan (2020) menyoroti bagaimana masa jabatan dewan meningkatkan kemampuan pemantauan direktur dan kenyamanan mereka dalam mempertanyakan manajemen, sehingga mengurangi kemungkinan terjadinya pelanggaran manajerial. Seiring berjalannya waktu, direktur luar sering kali merasa lebih berdaya untuk campur tangan dan meminta manajemen untuk mematuhi standar transparansi dan kepatuhan yang lebih tinggi.

Selanjutnya, dualitas CEO (*CEO duality*) meningkatkan kemungkinan terjadinya *insider selling* ($t\text{-stat} = 21.42$, $p\text{-value} < 0.001$) namun dapat mendemotivasi terjadinya *insider purchasing* ($t\text{-stat} = -3.29$, $p\text{-value} < 0.001$). Pemusatan kekuasaan karena dualitas CEO dapat mengurangi efektivitas pengawasan dewan. Le, Nguyen, dan Gregoriou (2024) menekankan bahwa ketika CEO juga memimpin dewan, akan menjadi lebih sulit bagi direktur independen untuk menantang keputusan CEO secara efektif. Independensi yang berkurang ini dapat menciptakan peluang untuk *insider trading* karena CEO mungkin merasa kurang bertanggung jawab kepada dewan dan pemegang saham. Dualitas CEO dapat menyebabkan kurangnya pengawasan dan keseimbangan, mengurangi kemampuan dewan untuk

bertindak sebagai kekuatan pemantauan yang kuat. Tanpa pemantauan yang kuat, *insider trading* dapat luput dari perhatian atau dimaafkan oleh mereka yang berkuasa.

Selaras dengan *CEO duality*, kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) juga meningkatkan kemungkinan terjadinya *insider selling* ($t\text{-stat} = 7.98, p\text{-value} < 0.001$) namun dapat mendemotivasi terjadinya *insider purchasing* ($t\text{-stat} = -3.49, p\text{-value} < 0.001$). Fidrmuc, Goergen, dan Renneboog (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam yang lebih tinggi menyelaraskan kepentingan *insider* dengan kepentingan pemegang saham eksternal. Ketika *insider* memiliki sebagian besar perusahaan, mereka cenderung bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham, karena mereka secara langsung mendapat manfaat dari keberhasilan jangka panjang perusahaan. Penyelarasan ini dapat mengurangi kemungkinan *insider trading*, karena *insider* memiliki lebih banyak kerugian dari perilaku tidak etis yang dapat merusak reputasi atau harga saham perusahaan. Jagolinzer, Larcker, dan Taylor (2011) menguatkan bahwa ketika *insider* memiliki saham kepemilikan yang substansial, mereka cenderung tidak terlibat dalam perilaku oportunistik, karena mereka memiliki investasi jangka panjang dalam keberhasilan perusahaan. *Insider* cenderung berpikir dua kali untuk terlibat dalam perdagangan ilegal yang dapat merugikan kinerja perusahaan atau menyebabkan pengawasan regulasi.

Namun demikian, hubungan antara kepemilikan orang dalam dan *insider trading* tidak selalu jelas. Meskipun kepemilikan orang dalam dapat menyelaraskan kepentingan orang dalam dan pemegang saham, hal itu juga dapat menimbulkan masalah bahaya moral. Semakin tinggi kepemilikan saham yang dimiliki orang dalam, semakin besar potensi keuntungan finansial dari perdagangan informasi nonpublik. Jeng, Metrick, dan Zeckhauser (2003) mengeksplor dinamika ini dan menemukan bahwa kepemilikan orang dalam yang lebih tinggi dikaitkan dengan risiko perdagangan orang dalam yang lebih besar. Ketika *insider* yakin dapat memperoleh keuntungan dari pergerakan harga saham yang diantisipasi (baik karena pengumuman pendapatan, akuisisi, atau peristiwa lainnya), mereka mungkin lebih tergoda untuk terlibat dalam *insider trading*. Bahaya moral ini muncul karena orang dalam memiliki lebih banyak keuntungan dari eksploitasi informasi pribadi, yang dapat membuat mereka lebih bersedia melanggar hukum.

KESIMPULAN

Struktur dewan direksi memainkan peran penting dalam membentuk potensi perdagangan orang dalam di dalam suatu perusahaan. Dewan direksi dengan tata kelola perusahaan yang kuat, yang dicirikan oleh direktur independen, pemisahan peran yang jelas (terutama antara CEO dan Ketua), dan mekanisme pengawasan yang kuat, cenderung tidak akan mendorong lingkungan yang memungkinkan perdagangan orang dalam berkembang pesat. Sebaliknya, dewan direksi yang lemah atau tidak terstruktur dengan baik, di mana para eksekutif atau orang dalam memegang kendali yang tidak proporsional dan akuntabilitas yang kurang, dapat meningkatkan risiko arus informasi yang tidak tepat dan eksploitasi oleh orang dalam. Efektivitas dewan direksi dalam memantau aktivitas perusahaan, menerapkan standar etika, dan menegakkan kebijakan kepatuhan dapat bertindak sebagai pencegah perdagangan orang dalam, memastikan bahwa informasi nonpublik tidak disalahgunakan untuk keuntungan pribadi. Oleh karena itu, meningkatkan struktur dewan direksi, terutama melalui independensi dan akuntabilitas yang lebih besar, sangat penting untuk mengurangi risiko yang terkait dengan perdagangan orang dalam dan menjaga integritas pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Wang, C. C. (2013). Learning and the disappearing association between governance and returns. *Journal of financial economics*, 108(2), 323-348. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.10.004>
- Bohmann, M. J., & Patel, V. (2022). Informed options trading prior to FDA announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 49(7-8), 1211-1236. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12600>

- Brandes, P., Dharwadkar, R., Ross, J. F., & Shi, L. (2022). Time is of the essence!: Retired independent directors' contributions to board effectiveness. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 767-793. <https://doi.org/10.1007/s10551-021-04852-x>
- Brisker, E. R., Outlaw, D., & Smith, A. H. (2025). CEO inside debt and insider trading. *Journal of Corporate Accounting & Finance*. 36(2). 262-279. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22769>
- Burnett, B. M., Jørgensen, B. N., & Pollard, T. J. (2024). Consequences of a Two-Tiered Regulatory Model: Evidence from Audit Fees and Changes in Foreign Private Issuer Status. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 1-23. <https://doi.org/10.2308/AJPT-2022-135>
- Carhart, M. M. (1997). On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance*, 52(1), 57–82. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x>
- Chen, S., Ma, H., Wu, Q., & Zhang, H. (2023). Does common ownership constrain managerial rent extraction? Evidence from insider trading profitability. *Journal of Corporate Finance*, 80, 102389. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102389>
- Cline, B. N., Houston, C., & Naym, J. (2024). Delinquent Insider Trade Reporting and Corporate Misconduct. Available at SSRN 4682855. Cline, Brandon N. and Houston, Caleb and Naym, Junnatun, Delinquent Insider Trade Reporting and Corporate Misconduct (September 29, 2024). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4682855> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4682855>
- Eugster, N., & Wang, Q. (2023). Large blockholders and stock price crash risk: An international study. *Global Finance Journal*, 55, 100799. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2022.100799>
- Fidrmuc, J., Goergen, M., & Renneboog, L. (2008). *Insider trading, news releases, and ownership concentration*. In *Insider Trading* (pp. 309-370). CRC Press.
- Gao, M., & Huang, S. (2024). Independent Director Tenure and Corporate Governance: Evidence from Insider Trading. *J. of Financial and Quantitative Analysis*, 59(4), 1760-95. <https://doi.org/10.1017/S0022109023000492>
- Harris, T., & Martinez, E. (2024). Leveraging Deep Learning for Anomaly Detection in the Interbank Bond Market. *Journal of Computer Technology and Software*, 3(4). <https://ashpress.org/index.php/jcts/article/view/72>
- Hodgson, A., Seamer, M., & Uylangco, K. (2020). Does stronger corporate governance constrain insider trading? Asymmetric evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 60(3), 2665-2687. <https://doi.org/10.1111/acfi.12423>
- Jagolinzer, A. D., Larcker, D. F., & Taylor, D. J. (2011). Corporate governance and the information content of insider trades. *Journal of Accounting Research*, 49(5), 1249-1274. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00424.x>
- Jeng, L. A., Metrick, A., & Zeckhauser, R. (2003). Estimating the returns to insider trading: A performance-evaluation perspective. *Review of Economics and Statistics*, 85(2), 453-471. <https://doi.org/10.1162/003465303765299936>
- Jiang, C., Wintoki, M. B., & Xi, Y. (2021). Insider trading and the legal expertise of corporate executives. *Journal of Banking & Finance*, 127, 106114. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2021.106114>
- Johnson, J. (2022). Is Insider Trading Evident in the Transactions of Members of the US House of Representatives, in Their Two Most Heavily Traded Stocks: Apple and Microsoft. Their Two Most Heavily Traded Stocks: Apple and Microsoft (April 12, 2022).
- Kumari, P., Sharma, N., & Behura, A. K. (2023). Ethics In Insider Trading: An Analysis From A Deontological Perspective. *Journal of Positive Psychology and Wellbeing*, 7(4), 310-316.
- Le, V. P., Nguyen, A. N., & Gregoriou, A. (2024). Insider trading, gender diversity within the board room, CEO pay gap, and stock price crash risk. *International Journal of Finance & Economics*, 29(2), 1378-1400. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2731>
- Lee, I., Lemmon, M., Li, Y., & Sequeira, J. M. (2014). Do voluntary corporate restrictions on insider trading eliminate informed insider trading? *Journal of Corporate Finance*, 29, 158–178. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.07.005>
- Li, Y., Wang, P., & Zhang, W. (2023). Individual investors matter: The effect of investor-firm interactions on corporate earnings management. *J. of Corporate Finance*, 83, 102492. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102492>

- Li, W., Zhang, J. Z., & Ding, R. (2023). Impact of directors' network on corporate social responsibility disclosure: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 183(2), 551-583. <https://doi.org/10.1007/s10551-022-05092-3>
- Rahman, D., Faff, R., & Oliver, B. (2021). Does board independence constrain insider opportunism? *Australian Journal of Management*, 46(3), 499-522. <https://doi.org/10.1177/0312896220946384>
- Rice, A. B. (2024). Executive partisanship and corporate investment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 59(5), 2226-2255. <https://doi.org/10.1017/S0022109023000546>
- Roberts, C. (2021). Private State Actions to Disgorge the Wrongful Gains of Insider Trading. *Jotwell: J. Things We Like*, 1.
- Sekhar, M. S. C., Ashalatha, D., & Gorkhe, M. (2022). Corporate Governance-Impact on Financial Performance of Selected IT Companies in Bengaluru City. *The journal of contemporary issues in business and government*, 28(3), 843-848. <https://doi.org/10.47750/cibg.2022.28.02.068>
- Su, S., & Sha, Y. (2024). Good (Bad) News and the Probability of Informed Trading: Evidence from Illegal Insider Trading. *Emerging Markets Finance and Trade*, 60(5), 1077-1086. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2266111>
- Sun, X. S., & Bhuiyan, M. B. U. (2020). Board tenure: A review. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 31(4), 178-196. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22464>
- Wang, K., Wang, R., Wei, K. J., Zhang, B., & Zhou, Y. (2022). Insider sales under the threat of short sellers: New hypothesis and new tests. *The Accounting Review*, 97(2), 427-451. <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0196>
- Wang, Y., & Zhang, S. (2025). Insider trading: the role of internal governance and legal regulation. *Finance Research Letters*, 76, 106789. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2025.106789>
- Yim, S. G. (2020). Individual blockholder's influence on accounting quality: Evidence from Korea. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1), 59-69. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no1.59>