

KONSENTRASI KEPEMILIKAN SAHAM VS KEWAJIBAN *COMPANY LISTING* DI BURSA EFEK JAKARTA

Shalahuddin Haikal¹

Abstrak

Bursa Efek Jakarta mustinya segera mempertimbangkan kewajiban *company listing* dan mengkaitkannya dengan *free float shares*. Karena platform hukum kita adalah *civil law* yang memang tidak memberikan perlindungan kepada investor, maka Bapepam sebagai *investor's advocat* mustinya membuat ketentuan seketat-ketatnya dan BEJ sebagai SRO segera mereview ulang seluruh ketentuan pencatatan dan perdagangan. Saat ini yang diperlukan adalah memberikan perlindungan bagi investor dengan membuat ketentuan pencatatan dan perdagangan yang bertujuan memberikan perlindungan bagi investor dan kepentingan umum secara maksimal dan bukannya membuat *investor protection fund*.

Kata kunci : *Company listing*

Shareholder – Manager Agency Problem dan Company Listing

Pasar modal dapat dikatakan efisien jika harga-harga efek yang terjadi telah mencerminkan seluruh informasi yang terkait dengan efek-efek yang diperdagangkan. Karena yang dicari oleh investor adalah *return*, yakni rasio selisih harga beli dengan harga jual terhadap harga beli, maka indikasi suatu pasar tidak efisien adalah keberadaan *abnormal return*. *Abnormal return* sendiri adalah selisih *return* suatu efek terhadap *return* yang diharapkan (*expected return*). Dalam pasar yang sudah efisien tidak dimungkinkan lagi dicapai *abnormal return*, karena pada kalkulasi *expected return* sudah termasuk seluruh

informasi baru tersebut, sehingga $R_t = E(R_t)$. Sebaliknya pada pasar yang informasinya dimonopoli oleh segolongan investor, pasar tersebut adalah pasar inefisien. Dalam konteks inilah maka muncul konsep *Efficient Market Hypothesis* yang memiliki tiga bentuk (weak, semi strong dan strong). Karena pasar digerakkan oleh informasi, maka konsep ini disebut juga sebagai *informationally efficiency*. Suatu pasar akan menjadi efisien, jika peraturan perdagangan dan pencatatannya memang mengarah kepada efisiensi pasar. Tulisan ini mencoba mengkritisi ketentuan *company listing* di Bursa Efek Jakarta

Tujuan utama dari *listing* (pencatatan efek) adalah agar efek-efek yang dijual kepada masyarakat melalui penawaran umum mudah diperjualbelikan atau dengan kata lain terdapat likuiditas. Karena terdapat likuiditas, maka premium likuiditas yang diminta investor akan mengecil. *Ceteris paribus* dari

mengecilnya premium likuiditas maka premium risiko ekuitas total (*equity risk premium*) yang dimintapun mengecil pula, sehingga hasil akhirnya adalah harga saham yang mendekati *valuation fundamental* yang sebenarnya. Masyarakat, sengaja saya garis bawahi, karena yang membutuhkan premium likuiditas adalah investor publik, bukan pemegang saham pengendali ataupun pemegang saham pendiri. Yang membutuhkan likuiditas adalah investor portfolio, yakni investor yang *return*-nya didapat dari dua sumber, yakni: *dividend* dan *capital gain*. Karena salah satu komponennya adalah *capital gain*, maka untuk merealisasikannya diperlukan kemudahan dalam memperdagangkan saham-saham yang dimilikinya. Salah satu kemudahan tersebut berupa kecilnya *bid-ask spread*. Makin kecil *bid ask spread* berarti semakin likuid saham tersebut. Idealnya *bid-ask spread* adalah 1 point perubahan harga. Terdapat beberapa cara untuk menciptakan likuiditas, yakni:

(1) *Monetary Unit dalam setiap Point pada Sistem Auction yang dipakai*. Dalam kapasitasnya sebagai SRO Bursa Efek mengatur berapa *incremental monetary unit* pada setiap perubahan 1 point dalam sistem lelang yang dipakai. Kontraskan saham yang diperdagangkan dengan perbedaan 1 point Rp 5 terhadap 1 point Rp 100, maka saham-saham dengan perbedaan 1 point Rp 5,- akan jauh lebih mudah ditransaksikan.

Shalahuddin Haikal, Staf Pengajar Jurusan Manajemen FEUI, Sekretaris Jurusan Manajemen FEUI.

¹ Tulisan dan isi tulisan ini merupakan pendapat pribadi, bukan pendapat institusi.

- (2) *Round Lot Perdagangan.* Unit saham yang diperdagangkan setiap trading lot akan sangat mempengaruhi likuiditas saham yang bersangkutan. Bayangkan saham yang diperdagangkan dengan trading lot 500 saham terhadap saham yang diperdagangkan dengan trading lot 5000 saham. Pasti saham dengan round lot 500 akan lebih mudah diperdagangkan dari pada saham dengan round lot 5000.
- (3) *Jumlah saham yang dicatatkan dan siap diperdagangkan.* Makin banyak jumlah saham yang siap diperdagangkan (karena telah dicatatkan) merupakan pembentuk likuiditas yang sangat penting. Tetapi tetap harus diingat, bahwa likuiditas yang dibentuk dengan memperbanyak jumlah saham yang dicatatkan memerlukan prasyarat berupa kecilnya perubahan monetary unit pada perbedaan 1 point dalam sistem lelang.
- (4) *Saham diperdagangkan secara scriptless (tanpa warkat).* Perdagangan saham dengan warkat menghambat likuiditas. Perdagangan saham dengan warkat mengharuskan dilakukan *endorsement* oleh broker jual atas saham yang ditransaksikan. Dalam kondisi saham telah *full endorse*, maka harus dimintakan pada emiten untuk mencetak kembali saham baru dengan nomer seri saham tersebut. Proses *endorsement* bersama-sama dengan pencetakan saham baru membuat saham-saham tersebut untuk sementara ditarik dari pasar dan karenanya tidak dapat diperdagangkan sampai proses ini diselesaikan.
- (5) *Memperpendek settlement days.* Agar percepatan *settlement days* dapat dilaksanakan prasyarat utamanya adalah perdagangan dilakukan secara *scriptless*. Saat perdagangan saham di BEJ masih dengan warkat *settlement days* yang diperlukan adalah T+4. Kini setelah proses konversi menjadi *scriptless* maka *settlement days* menjadi hanya T+3. Pada umumnya perusahaan yang "baik-baik" hanya akan melakukan *partial listing*, yaitu hanya mencatatkan



Partial listing dipilih oleh sebagian perusahaan publik di Indonesia

saham-saham yang ditawarkan kepada publik melalui penawaran umum perdana maupun penawaran umum terbatas. Argumen *partial listing* adalah bahwa yang membutuhkan likuiditas adalah *investor public*. Pemegang saham pengendali tidak membutuhkan dan memang sebaiknya di-ban untuk memperdagangkan saham (terutama menjual). Bayangkan apa jadinya jika pemegang saham pengendali menjual kepemilikannya. Tetapi jika pemegang saham pengendali hendak menambah kepemilikannya, dapat dilakukan dengan membeli dari investor *public* melalui bursa efek. Pihak yang di-ban untuk menjual kepemilikannya adalah pengelola perusahaan (*high rank officer/ direktur/komisaris*) emiten. Apa jadinya jika pengelola perusahaan bebas memperdagangkan kepemilikan sahamnya. Namun kenyataannya kedua pihak ini (pemegang saham pengendali dan pengelola perusahaan) bebas memperdagangkan kepemilikan sahamnya, baik menjual maupun menambah. Hal ini sangat dimungkinkan karena UU No. 8 tahun 1995 Pasal 87 mengatur tentang hal ini, berikut adalah verbatim dari Pasal tersebut:

- (1) Direktur atau komisaris emiten atau perusahaan publik wajib melaporkan kepada Bapepam atas kepemilikannya dan setiap perubahan kepemilikannya atas saham perusahaan tersebut.
- (2) Setiap pihak yang memiliki sekurang-kurangnya 5% (lima perseratus) saham emiten atau perusahaan publik wajib melaporkan kepada Bapepam atas kepemilikan dan

setiap perubahan kepemilikannya atas saham perusahaan tersebut.

- (3) Laporan sebagaimana dimaksud dalam ayat (1) dan ayat (2) wajib disampaikan selambat-lambatnya 10 (sepuluh) hari sejak terjadinya kepemilikan atau perubahan kepemilikan atas saham emiten atau perusahaan publik tersebut.

Sejak tahun 2000, lahir ketentuan pencatatan yang mengharuskan *company listing* (Peraturan No. 1A, Lampiran Keputusan Direksi Bursa Efek Jakarta No. Kep-315/BEJ/062000 sebagaimana diubah dengan No. Kep-339/BEJ/07-2001). Perusahaan wajib mencatatkan seluruh saham yang dikeluarkan atau telah disetor penuh (*company listing*), kecuali ditentukan lain oleh peraturan perundang-undangan yang berlaku. Di 2 bursa yang ada New York City, NYSE maupun Amex, bahkan bursa efek kecil di pantai timur Amerika Serikat seperti Boston Stock Exchange, ketentuan *listing* (*partial listing* atau *company listing*) dikaitkan dengan prosentase saham yang dimiliki oleh masyarakat pada penawaran umum dalam prosentase kurang dari prosentase yang ditetapkan oleh Komisi Pengawas Pasar Modal untuk dapat disebut sebagai pemegang saham pengendali (disebut sebagai *free float shares*).

Dengan *company listing*, maka seluruh saham yang telah diterbitkan oleh perusahaan siap dan dapat diperdagangkan setiap saat. Implikasi dari kewajiban *company listing* ini, maka pemegang saham pengendali dan pengelola perusahaan akan berperilaku sama dengan portfolio investor (investor

publik) karena saham-sahamnya juga siap diperdagangkan setiap saat. Di sinilah letak permasalahannya! Masalahnya adalah belum ada satupun perusahaan publik (emiten ataupun *listed company*) di Indonesia yang benar-benar perusahaan publik. Kepemilikan saham oleh pemegang saham independen (*free float shares*) dalam jumlah yang sama sekali tidak signifikan, paling banyak 30% dari modal disetor, praktis perusahaan dikuasai oleh pemegang saham pengendali. Lebih dahsyat lagi, nyaris 100% perusahaan publik di Indonesia kepengurusannya pun ditangan para pihak yang memiliki hubungan afiliasi (anak, cucu, ipar, mantu, besan dll). Dengan kondisi tidak ada pemisahan antara pemilik dan pengelola, maka *agency principal problems* yang lazim (yakni *agency problem* antara pemilik dan pengelola) tidak pernah ada, jika tidak ada *agency principal problems* maka informasi asimetris (*assymetric information*) yang lahir bukanlah karena informasi orang dalam (*inside information*), tetapi monopoli informasi (*information monopoly*) (Haikal, 2002)².

Temuan penelitian oleh Haikal, Kester, Skully³ atas teknik *capital budgeting* emiten-emiten di bursa-bursa di Pacific Rim yang menunjukkan bahwa teknik DCF (seperti NPV dan IRR) lebih banyak dipakai menunjukkan bahwa tidak terjadi *agency problem* antara pemegang saham dan pengelola perusahaan. Artinya pengelola perusahaan (*manager*) benar-benar bertindak *at the best interest of shareholder*.

Bursa Efek Jakarta menggunakan argumen likuiditas sebagai alasan memberlakukan kewajiban *company listing*. Sedangkan sesungguhnya dengan kondisi masih sangat rendahnya *free float shares* dan tidak terdapatnya pemisahan kepemilikan dengan pengelolaan perusahaan serta masih sangat lemahnya *market surveillance*

telah menciptakan pasar sebagai lahan yang subur untuk melakukan *insider trading*. Sedangkan sesungguhnya likuiditas bukanlah sesuatu faktor yang dapat dipaksakan, tetapi faktor yang dibentuk (*shaping into*) dengan membertukarkan *monetary unit* pada setiap point perdagangan (*monetary unit/trading point*) yang kecil untuk saham-saham yang tidak atau kurang likuid.

Itulah rasionalitas mengapa pada yurisdiksi pasar modal Indonesia semua penyidikan kasus-kasus yang berbau *insider trading* selalu ditutup dengan kesimpulan, "tidak terdapat indikasi *insider trading*". *Singkatan kata tidak terdapat agency problem antara pemilik dan pengelola. Yang terjadi adalah agency problem antara pemegang saham pengendali dengan free float (pemegang saham publik)*. Ini merupakan hipotesa yang menarik untuk dijadikan topik penelitian.

Ternyata hal ini tidak hanya terjadi di Indonesia dengan platform hukum perlindungan investor yang sangat lemah, penelitian di 27 negara kaya (La Porta, de-Silanes, Shleifer)⁴ menunjukkan bahwa di negara-negara kaya tersebut kecuali yang memiliki platform hukum perlindungan investor (ditunjukkan dengan pemberlakuan *common law, instead of civil law*) yang sangat bagus, maka pemegang saham pengendali tetap memiliki *excess power* untuk mengendalikan perusahaan (kecuali hak atas *cash flow*). Penelitian ini telah menjungkal balik pendapat Berle dan Means⁵ yang membuktikan kehadiran dan diterimanya kepemilikan publik secara luas di mana dilakukan dan terjadi pemisahan antara pemilik dan pengelola. Pendapat Berle dan Means yang kemudian diikuti oleh banyak peneliti lainnya yang kemudian mempengaruhi teori ekonomi, teori investasi dan *corporate finance* yang hari ini kita anut, sehingga platform teori-teori bisnis menjadi usang.

Bahkan di Amerika Serikat sekalipun (bahkan juga menganut *common law*), ternyata terjadi konsentrasi kepemilikan, merupakan temuan penelitian-penelitian oleh Demzets dan Lehn⁶, Morck, Shleifer dan Vishny⁷. Pada tahun 1988 ditemukan beberapa ratus perusahaan publik dikuasai oleh kepemilikan lebih dari 51% satu pihak (Holderness dan Sheehan). Yang lebih fatal adalah hasil penelitian pada tahun 1998 oleh Holderness, Kroszner dan Sheehan⁸ yang membuktikan bahwa kepemilikan saham perusahaan publik oleh pengelola perusahaannya (yang diinisiasi dari opsi *manager* untuk membeli saham perusahaan yang dikelolanya) dari tahun ke tahun meningkat tajam.

Dalam beberapa hal, untuk kasus Indonesia, saya bahkan berani berhipotesa bahwa keterlambatan disampaikan laporan keuangan Interim dan akhir tahun, dan laporan-laporan penting lainnya karena *controller shareholder* (pemegang saham pengendali) atau *founder shareholder* (pemegang saham pendiri) yang notabene saham-sahamnya juga dicatatkan di bursa adalah kesengajaan. Tentunya hipotesa ini harus dibuktikan (setidaknya hipotesa dapat menjadi topik penelitian). Namun setidaknya saya berbesar hati, karena hasil penelitian La Porta, de-Silanes, Shleifer secara empiris juga telah memperkuat hipotesa saya bahwa bahkan di negara-negara tersebut pemegang saham pengendali telah menggantikan peranan pemegang saham lainnya.

Perlindungan Investor di Indonesia: *Too Good to be True!*

Dengan monopoli informasi seperti saya jelaskan di atas, Bapepam hanya menetapkan ketentuan yang minimal yakni kewajiban pemberitahuan atas setiap perubahan kepemilikan saham yang dimiliki oleh Komisaris, Direksi dan para pihak yang memiliki saham⁹ (lebih besar sama dengan) 5% (lima persen) dari *total paid up capital*. (Peraturan No. X. M. 1, lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-82/PM/1996 tanggal 17 Januari 1996) selambat-lambatnya 10 (sepuluh) hari sejak terjadinya transaksi. Karena sifatnya hanya melapor (pemberitahuan) itupun selambat-

2. Shalahuddin Haikal, *JSX Listing Manual Handbook Proposal*, September 2002.

3. Shalahuddin Haikal, George W. Kester, and Michael T. Skully, *Capital Budgeting Practices in the Asia-Pacific Region: Australia, Hong Kong, Indonesia, Malaysia, Philippines and Singapore*, Financial Practices and Education 9 (Spring/Summer 1999).

4. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, *The Quality of Government*, Journal of Law, Economics and Organizations, 1998

5. Adolf Berle and Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan 1932

6. Harold Demzets and Kenneth Lehn, 1985, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, Journal of Political Economy 93.

lambatnya 10 (sepuluh) hari, ketentuan ini memberikan peluang yang sangat besar bagi pemegang saham pengendali yang memonopoli informasi dalam arti seluas-luasnya untuk berperilaku seperti public investor.

Memang terdapat ketentuan larangan perdagangan saham karena monopoli informasi yang dimiliki pemegang saham pengendali yang telah diterbitkan Bapepam (Peraturan No. IX. A. 6, lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-06/PM/2001 tanggal 8 Maret 2001). Namun ketentuan ini ditujukan kepada *corporate raider*. Ketentuan ini melarang semua pihak untuk menjual saham-sahamnya selama 8 bulan pertama sejak listing jika setoran saham-saham dilakukan 6 bulan sebelum *company listing* dilakukan dengan harga pembaliannya dibawah harga IPO saham tersebut.

Sedikit banyak Bapepam juga telah melindungi investor publik dalam hal transaksi berbenturan kepentingan dengan mengeluarkan Peraturan No. IX. E. 1. Benturan Kepentingan Transaksi Tertentu. (Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-84/PM/1996 tanggal 24 Januari 1996 diubah dengan Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-12/PM/1994 tanggal 30 April 1994 diubah dengan Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-32/PM/2000 tanggal 22 Agustus 2000).

Ketentuan ini mengatur bahwa transaksi berbenturan kepentingan harus mendapat persetujuan Rapat Umum Luar Biasa Pemegang Saham (RULBPS) dengan ketentuan kuorum rapat dihitung dari kehadiran pemegang saham independen. RULBPS yang memintakan persetujuan dari pemegang saham atas transaksi berbenturan kepentingan baru sah jika minimal 50%+1 dari seluruh pemegang saham independen hadir. Jika RULBPS pertama tidak memenuhi kuorum maka dapat dilakukan sampai RULBPS ketiga. Jika RULBPS ketigapun tidak memenuhi kuorum, maka panggilan RULBPS baru dapat dilakukan 12 bulan sejak tanggal RULBPS ketiga. Dengan budaya kekerabatan di Indonesia terlebih beberapa emiten yang nakal pada umumnya menggunakan *Share Register Agency* (Biro Administrasi Efek yang dimilikinya atau terafiliasi), definisi pemegang

saham independen perlu *discrutinize* dan kemudian diredefinisikan lagi.

Sudah saatnya Bapepam mempertanyakan kepada Bursa Efek Jakarta, *raison d'etre* kewajiban *company listing*. Jika ternyata rasionalitas diwajibkannya emiten untuk melakukan *company listing* murni kepentingan BEJ, misal untuk menambah pendapatan dari *listing fee* (baik *initial listing fee* maupun *annual listing fee*). Sesungguhnya terlihat bahwa BEJ berusaha menstabilkan pendapatannya. Seperti diketahui sumber pendapatan BEJ terdiri dari 3 komponen, yakni: (1) *listing fee* (2) *transaction fee* dan (3) *information fee*. Dari ketiga komponen ini kontribusi *information fee* minor dan dapat diabaikan, sehingga sumber pendapatan utama BEJ adalah *listing fee* dan *transaction fee*. Namun *transaction fee* sangat *volatile* karena merupakan fungsi dari nilai perdagangan setiap harinya selama satu tahun. Sumber pendapatan yang stabil berasal dari *listing fee*, yang terdiri dari *initial listing fee* maupun *annual listing fee*. Kedua jenis *listing fee* ini berbanding lurus dengan jumlah saham yang dicatatkan. Oleh karenanya kepentingan BEJ untuk menstabilkan *revenue* sangat jelas terlihat.

Jika hal ini benar, maka Peraturan No. I A, Lampiran Keputusan Direksi Bursa Efek Jakarta No. Kep-315/BEJ/062000 juncto No. Kep-339/BEJ/07-2001 harus ditinjau ulang. Namun jika BEJ bersikukuh dengan ketentuan tersebut (apalagi Bapepam sendiri telah setuju akan memberlakukan demutualisasi bursa melalui revisi UU No. 8/1995, sehingga nantinya Bursa Efek Jakarta akan mengejar perolehan laba ketimbang mengatur *microstructure* pasar dan karena BEJ sebagai SRO berhak menentukan peraturan pencatatan), maka Bapepam hendaknya menggunakan otoritasnya dengan merubah ketentuan pada UU No. 8 Tahun 1995 Pasal 87 dan Peraturan No. X. M. 1. Dari semula yang bersifat pemberitahuan menjadi permohonan mendapatkan ijin untuk melakukan transaksi selambat-lambatnya 10 hari sebelum transaksi dilaksanakan. Selanjutnya ketentuan 5% dari total paid up capital juga harus diubah. Karena rata-rata emiten yang tercatat di

BEJ memiliki *total paid up capital* terdiri atas 1.000.000.000 lembar saham.

Jika ketentuan ini tidak diubah, maka memiliki 1% saham adalah setara dengan 10.000.000 lembar saham. Ketentuan ini memberikan *loophole* bagi pemegang saham pengendali untuk menyamakan kepemilikan dengan menyebar kepemilikannya pada beberapa pihak. Bapepam perlu melakukan hal ini dalam kerangka tugasnya sebagai *investor's advocate*.

Sementara itu Bursa Efek Jakarta mustinya segera mempertimbangkan kewajiban *company listing* dan mengkaitkannya dengan *free float shares*. Masak sih, kasus seperti Bank Mashill, Dharma Samudra dan Sekar Bumi akan berulang terus? Ketiga contoh emiten ini betul-betul fatal, namun kasus Sekar Bumi yang paling fatal. Pagi hari diputus pailit oleh Pengadilan Niaga, siang hari di *trading session* ke-2 sahamnya masih diperdagangkan di BEJ. BEJ harus lebih berhati-hati dalam mengeluarkan ketentuan perdagangan⁹ dan pencatatan¹⁰.

Karena platform hukum kita adalah *civil law* yang memang tidak memberikan perlindungan kepada investor, maka Bapepam sebagai *investor's advocate* mustinya membuat ketentuan seketat-ketatnya dan BEJ sebagai SRO segera *me-review* ulang seluruh ketentuan pencatatan dan perdagangan. Saat ini yang diperlukan adalah memberikan perlindungan bagi investor dengan membuat ketentuan pencatatan dan perdagangan yang bertujuan memberikan perlindungan bagi investor dan kepentingan umum secara maksimal dan bukannya membuat *investor protection fund*. **U**

7. Randall Morck, Andrei Shleifer and Robert Vishny, 1988, *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, Journal of Financial Economics 20
8. Clifford Holderness, Randall Kroszner and Dennis Sheehan, 1999, *Were the Good Old Days that Good? Changes in Managerial Stock Ownership since The Great Depression*, Journal of Finance 53.
9. Shalahuddin Haikal, *Buruk Muka Cemrin Dibelah di BEJ*, Kontan No 6 Tahun IV 1 Nopember 1999
10. Shalahuddin Haikal, *Kasino versus Emiten Busuk*, Kontan No. 7 Tahun IV, 8 Nopember 1999