

## **BAB 1**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Waran merupakan salah satu instrumen derivatif di pasar finansial. Pemilik waran memiliki hak untuk memesan, baik membeli atau menjual suatu aset yang menjadi *underlying asset* (misalnya obligasi, saham, dan lain-lain) yang diterbitkan oleh emiten pada waktu dan periode tertentu, dengan harga tertentu, dan dalam jumlah tertentu yang telah ditentukan. Waran awalnya diterbitkan oleh institusi keuangan seperti bank, serta lembaga pemerintah, dan institusi lain yang bukan merupakan emiten saham, atau bukan perusahaan publik. Namun pada perkembangannya, banyak perusahaan publik yang juga menerbitkan waran.

Waran pertama kali diterbitkan oleh perusahaan multi-nasional asal Jepang di pasar modal Swiss pada tahun 1980-an, yang kemudian menjadi produk investasi baru bagi pasar modal di Asia, serta menjadi sarana *hedging* bagi pemodal yang berekspektasi kondisi pasar akan *bearish* atau *bullish* di masa depan. Waran menjadi sangat populer di beberapa negara Asia dan Eropa seperti Hongkong, Singapura, Malaysia, Australia, Inggris, Italia, Jerman, Spanyol, dan lain-lain. Waran berlaku untuk berbagai *underlying asset* seperti saham, obligasi, dan lain-lain. London *Stock Exchange*, sejak bulan Oktober 2002 telah memperdagangkan waran dengan *underlying asset* seperti indeks, properti, kurs mata uang, dan komoditi seperti minyak, emas, dan perak. Miller (1986)

menyatakan bahwa munculnya instrumen keuangan baru ini merupakan revolusi dalam instrumen keuangan. Dalam revolusi tersebut muncul beberapa inovasi instrumen keuangan yaitu, *options*, *futures*, dan waran.

Penelitian ini akan berfokus pada salah satu jenis waran, yaitu waran saham. Menurut Undang-Undang Pasar Modal pasal 1 ayat 5, waran saham merupakan efek yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memberi hak kepada pemegangnya untuk memesan saham dari perusahaan tersebut pada harga tertentu setelah enam bulan sejak efek diterbitkan. Waran, *right* (HMETD), dan opsi memiliki kesamaan yaitu merupakan hak untuk memesan saham. Namun, ketiga efek tersebut juga memiliki beberapa perbedaan. Yang paling menonjol adalah perbedaan waktu berlakunya. Waran memiliki masa berlaku lebih lama (minimal enam bulan dan dapat mencapai hingga lebih dari 5 tahun) dibandingkan dengan opsi dan *right* (hanya dalam hitungan hari atau bulan, dengan kata lain tidak sampai mencapai angka tahunan).

Perbedaan lain terdapat pada penerima atau pemilik waran serta tujuannya. *Right* atau hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD) diterbitkan khusus untuk pemegang saham yang sudah ada sebelumnya dengan tujuan agar pemilik saham dapat mempertahankan persentase kepemilikan sahamnya di saat perusahaan menerbitkan saham baru. Opsi diterbitkan khusus kepada pejabat atau karyawan perusahaan tersebut sebagai bentuk kompensasi atas kinerja dan kontribusi jasanya. Waran dijual atau dijadikan bonus dalam pembelian saham yang baru diterbitkan perusahaan dengan tujuan sebagai pemanis dalam perdagangan saham, sehingga investor tertarik berinvestasi pada saham perusahaan tersebut. Kelebihan

lain dari waran adalah karena waran bersifat *detachable*. Artinya, waran dapat diperdagangkan di papan yang berbeda dengan saham di bursa, dan memiliki harga yang berfluktuasi sesuai penilaian pasar (Byoun dan Moore, 2003).

Waran saham di Indonesia diterbitkan oleh perusahaan publik pada saat IPO (*Initial Public Offerings*) maupun SEO (*Seasoned Equity Offerings*) dalam hubungannya dengan usaha perusahaan menambah jumlah saham beredarnya. Waran berfungsi sebagai pemanis dalam penawaran saham baru. Dikatakan sebagai pemanis karena waran difungsikan sebagai bonus atas pembelian saham baru. Perusahaan berharap dengan memberikan waran secara gratis, investor akan melaksanakan waran pada periode yang telah ditentukan, sehingga dapat meningkatkan penjualan saham baru, dan dapat meningkatkan pendapatan dana dari hasil penjualan saham tersebut.

Schultz (1993) menyatakan bahwa penerbitan waran dapat mengurangi *agency problem* yang ditimbulkan karena perbedaan kepentingan antara pemilik saham dan pihak manajerial, atau pemilik saham mayoritas dengan pemilik saham minoritas. Jika pihak manajerial memanfaatkan waran untuk dapat memiliki saham perusahaan, maka pihak manajerial juga berperan sebagai investor, sehingga memiliki kepentingan yang sama dengan investor lain. Jika pelaksanaan waran dilakukan oleh pemegang saham minoritas atau investor baru, maka akan dapat merubah struktur kepemilikan menjadi lebih tersebar. Persentase kepemilikan pemegang saham mayoritas akan berkurang, dan mengakibatkan kemampuannya dalam mempengaruhi keputusan strategi perusahaan berkurang.

Hal tersebut di atas menunjukkan bahwa penerbitan waran memiliki peran penting bagi perusahaan, terutama dalam kaitannya dengan penerbitan saham baru. Di Indonesia, waran cukup diminati di kalangan investor dalam beberapa tahun terakhir. Fenomena yang dapat membuktikan bagaimana waran diminati investor serta menarik untuk diperhatikan adalah suspensi perdagangan saham maupun waran perusahaan yang dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai bentuk sanksi terhadap perusahaan yang terindikasi memiliki saham atau waran dengan perubahan harga yang dianggap tidak wajar.

Contoh perusahaan yang mendapat sanksi suspensi adalah perusahaan dengan kode saham INVS. BEI memberlakukan suspensi perdagangan saham INVS dan waran INVS-W karena terjadi penurunan harga kumulatif pada harga saham perusahaan. Sedangkan perusahaan dengan kode saham SMRU mendapatkan sanksi berupa suspensi perdagangan karena harga waran melebihi harga saham. BEI memberlakukan suspensi terhadap perdagangan saham dan waran dikarenakan harga waran saham mengalami peningkatan yang cukup tinggi, bahkan beberapa waran memiliki harga yang lebih tinggi daripada harga sahamnya. Pihak BEI berpendapat bahwa peningkatan harga yang signifikan dalam waktu singkat tersebut disebabkan oleh ekspektasi yang cukup tinggi atau bahkan cenderung berlebihan oleh investor.

Waran cukup populer di kalangan investor. Namun, masyarakat umum maupun akademisi tidak banyak yang mengetahui tentang waran. Penelitian mengenai waran di Indonesia juga tidak banyak dilakukan. Hal ini sangat disayangkan sekali mengingat fungsi dan peran waran saham yang cukup penting.

Gastineau (2001) menyatakan dalam penelitiannya bahwa perdagangan waran sangat cocok bagi investor jangka pendek, namun juga cukup menjanjikan bagi investor jangka panjang. Melalui investasi jangka pendek, *aggressive investor* akan mendapatkan keuntungan dari *capital gain* akibat fluktuasi harga waran. Sedangkan untuk investasi jangka panjang, investor akan mendapatkan keuntungan karena memiliki hak untuk memiliki saham perusahaan yang punya potensi baik dengan harga lebih murah. Penjelasan di atas, yang menunjukkan pentingnya waran bagi perusahaan dan investor adalah salah satu motivasi bagi penulis dalam melakukan penelitian ini.

Schultz (1993), menyatakan bahwa penerbitan waran sama dengan merencanakan struktur finansial dan struktur kepemilikan perusahaan di masa depan dengan melibatkan unsur spekulasi. Menerbitkan waran saham berarti memberikan hak kepada investor untuk memiliki saham perusahaan. Jika dilakukan konversi waran saham, maka hal ini akan membentuk struktur kepemilikan yang baru. Pemberlakuan waran di Indonesia dimaksudkan untuk memaksimalkan potensi yang dimiliki oleh Bursa Efek Indonesia dari sisi jumlah investor, maupun jumlah perusahaan yang *listing*. Terkait dengan jumlah investor, tercatat pada tahun 2007 bahwa jumlah kepemilikan perusahaan sangat didominasi oleh investor institusi, yaitu sebesar lebih dari 90%. Contoh investor institusi adalah perusahaan asuransi, dana pensiun, bank, dan reksadana. Diharapkan dengan adanya waran, akan meningkatkan jumlah investor personal.

Heflin dan Shaw (2000) menyatakan bahwa investor institusi merupakan investor yang lebih menyukai investasi jangka panjang. Sehingga, tipe investor ini

tidak banyak memperdagangkan sahamnya dan tidak menyukai adanya perubahan struktur kepemilikan yang signifikan. Sedangkan investor personal biasanya adalah *aggressive investor*, dengan presentase kepemilikan saham kecil, biasanya lebih sering memperdagangkan saham hanya untuk mendapatkan *capital gain*.

Struktur kepemilikan merupakan presentase kepemilikan saham oleh investor dibandingkan dengan jumlah saham beredar. Dari struktur kepemilikan saham ini akan dapat diketahui presentase kepemilikan *insider investor* dan *outsider investor*. Heflin dan Shaw (2000) menyatakan dalam penelitiannya bahwa struktur kepemilikan dibedakan menjadi dua karakteristik, yaitu struktur kepemilikan menyebar dan struktur kepemilikan terkonsentrasi. Menurut Kothare (1997), penerbitan *rights* dan aset ekuitas lainnya untuk mendapatkan dana akan mempengaruhi konsentrasi kepemilikan perusahaan. Penerbitan waran oleh perusahaan akan merubah struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan akan menyebar atau tidak terkonsentrasi, merupakan dampak dari meningkatnya jumlah investor potensial. Hasil penelitian dari Kothare (1997) ini juga dinilai konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Amihud *et al.* (2003).

Meningkatnya investor potensial ini juga menyebabkan probabilitas perdagangan saham akan lebih besar untuk diperdagangkan. Semakin sering dan banyak, ditunjukkan dengan volume perdagangan, maka dapat dikatakan bahwa saham perusahaan tersebut memiliki likuiditas yang baik. Likuiditas yang digunakan dalam *financial management* umumnya mengacu pada kemampuan untuk memperdagangkan sejumlah aset secara cepat dengan biaya rendah, dengan sedikit pengaruh terhadap harga aset tersebut (Gopalan *et al.*, 2012). Pastor dan

Stambaugh (2003), mengukur likuiditas saham di Bursa Efek Amerika Serikat dengan melibatkan dampak dari volume perdagangan dan perubahan harga. Penelitian lain yang dilakukan oleh Amihud dan Mendelson (1986) mencoba mengukur hubungan antara likuiditas pasar dan *return* saham. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Amihud (2002), yang kemudian pada penelitian tersebut menggunakan konsep *illiquidity*. Bortolotti (2004) berpendapat bahwa likuiditas merupakan aspek fundamental dari pengembangan pasar saham.

Brockman dan Olsen (2012), pada penelitiannya tentang penerbitan waran saham, konsentrasi kepemilikan, dan likuiditas pasar menyimpulkan bahwa penerbitan waran yang kemudian dilakukan eksekusi terhadapnya akan mempengaruhi struktur kepemilikan perusahaan. Perubahan struktur kepemilikan ini disebabkan karena bertambahnya jumlah investor potensial, sehingga membuat struktur kepemilikan perusahaan menjadi lebih tersebar (konsentrasi kepemilikan menurun). Pada penelitian Brockman dan Olsen (2012), konsentrasi kepemilikan dibedakan menjadi *beneficial ownership*, *inside ownership*, dan *outside ownership*. *Beneficial ownership* mengacu pada kepemilikan *blockholder*, yaitu keseluruhan investor yang memiliki persentase saham >5%. *Inside ownership* mengacu pada kepemilikan manajerial perusahaan. *Outside ownership* mengacu pada kepemilikan *blockholder* yang berasal dari luar perusahaan saja.

Pada penelitian Kothare (1997), penerbitan waran saham menyebabkan bertambahnya *outsider ownership*, sedangkan pada penelitian Brockman dan Olsen (2012) menyatakan bahwa terjadi perubahan pada *insider ownership*. Hal

berikutnya yang terjadi ketika perusahaan dimiliki oleh lebih banyak investor seperti di atas, maka saham perusahaan berpotensi lebih mudah diperdagangkan.

Penelitian ini akan menguji efektifitas penerbitan waran saham dalam mempengaruhi konsentrasi kepemilikan dan likuiditas saham perusahaan, serta menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan perusahaan terhadap likuiditas saham dengan *event study* penerbitan waran saham. Konsentrasi kepemilikan saham pada penelitian ini akan mengacu pada kepemilikan *blockholder* dan kepemilikan manajerial. Penelitian dilakukan pada perusahaan publik penerbit waran yang melakukan konversi waran pada periode 2000 sampai 2013. Di Indonesia, penelitian mengenai pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap likuiditas saham sudah banyak dilakukan. Namun penelitian mengenai waran saham sangat sulit ditemui di Indonesia. Di luar negeri sudah ada beberapa yang melakukan penelitian sejenis. Oleh karena itu, penulis akan menguji konsistensi penelitian sebelumnya yang dilakukan di luar negeri, dengan melibatkan data dari Bursa Efek Indonesia.

## 1.2 Rumusan Masalah

Pemaparan latar belakang di atas menimbulkan rumusan masalah atas penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan persentase kepemilikan *blockholder* antara periode sebelum penerbitan waran dan setelah periode konversi waran?
2. Apakah terdapat perbedaan persentase kepemilikan manajerial antara periode sebelum penerbitan waran dan setelah periode konversi waran?



3. Apakah terdapat perbedaan likuiditas saham perusahaan antara periode sebelum penerbitan waran dan setelah periode konversi waran?
4. Apakah kepemilikan *blockholder* dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap likuiditas saham pada periode sebelum penerbitan waran?
5. Apakah kepemilikan *blockholder* dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap likuiditas saham pada periode setelah konversi waran?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris efektifitas penerbitan waran dalam mempengaruhi konsentrasi kepemilikan dan likuiditas saham perusahaan, serta menguji pengaruh konsentrasi kepemilikan perusahaan terhadap likuiditas saham.

### **1.4 Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi banyak pihak, diantaranya:

1. Bagi Investor

Investor diharapkan dapat memanfaatkan instrumen waran saham dengan benar dalam menentukan pilihan investasinya, baik untuk investasi jangka pendek atau pun investasi jangka panjang. Diharapkan juga investor tidak memiliki ekspektasi berlebihan terhadap perusahaan penerbit waran, yang dapat mengakibatkan penilaian harga saham pasar yang tidak wajar.

2. Bagi Perusahaan

Hasil penelitian ini akan menunjukkan efektifitas penerbitan waran untuk mengurangi konsentrasi kepemilikan perusahaan, dan meningkatkan

likuiditas saham. Perusahaan diharapkan dapat melakukan pertimbangan yang lebih baik dalam menerbitkan ekuitas baru, terutama kaitannya dengan penerbitan saham yang menyertakan waran.

### 3. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini diharapkan akan berguna sebagai sumber referensi dan informasi untuk melakukan penelitian selanjutnya tentang topik sejenis.

## 1.5 Sistematika Penelitian

### Bab 1 : Pendahuluan

Bab pertama ini berisi tentang deskripsi dan gambaran mengenai topik skripsi secara singkat. Pada sub bab latar belakang, dijelaskan mengenai deskripsi waran saham, konsentrasi kepemilikan, dan likuiditas saham, serta hubungan antar ketiganya. Dengan latar belakang tersebut, selanjutnya bab ini memaparkan tentang rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

### Bab 2 : Tinjauan Pustaka

Bab ini membahas tinjauan pustaka yang melandasi penelitian ini dan menjadi acuan dasar acuan teori yang digunakan dalam analisis penelitian ini. Selain itu, bab ini menjabarkan hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan waran, konsentrasi kepemilikan, dan likuiditas saham. Tinjauan pustaka dapat menjadi acuan untuk membuat model dan kerangka penelitian, serta pembentukan hipotesis penelitian.

### Bab 3 : Metode Penelitian

Bab ini terdiri dari variabel penelitian, definisi operasional yang meliputi populasi dan sampel, jenis sumber data yang digunakan, metode pengumpulan data yang digunakan, dan metode analisis yang digunakan serta pengujian hipotesisnya. Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yang melakukan konversi waran saham pada periode tahun 2000-2013..

### Bab 4 : Hasil dan Pembahasan

Bagian keempat berisi tentang gambaran umum mengenai subjek dan obyek penelitian, deskripsi hasil penelitian, analisis model, pengujian hipotesis, pembahasan hasil analisis dan interpretasi peneliti mengenai data berbagai variabel yang diperoleh dari hasil eksperimen yang dilakukan dan dikaitkan dengan teori yang dijelaskan pada bagian tinjauan pustaka.

### Bab 5 : Simpulan dan Saran

Bagian kelima berisi kesimpulan yang dibuat dengan membandingkan hasil penelitian dengan teori-teori yang berkaitan dengan pokok permasalahan, implikasi, serta memuat saran-saran yang berkaitan dengan obyek penelitian.