



Munich Personal RePEc Archive

Capital Market and Indonesian Economy: Costs of Disclosure, Use of Public Offering Proceeds, and the Role of Foreign Capital

Manurung, Roy M and Andriansyah, Andriansyah and
Husodo, Bayu and Ngapon, Ngapon

Ministry of Finance of the Republic of Indonesia

11 March 2011

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/105413/>
MPRA Paper No. 105413, posted 16 Dec 2021 04:21 UTC

PASAR MODAL DAN PEREKONOMIAN INDONESIA: Refleksi Hasil-Hasil Kajian Bagian Riset Ekonomi BAPEPAM-LK¹

Roy M Manurung²
Andriansyah²
Bayu Husodo^{2,3}
Ngapon²

This paper summarizes the results of the last three years of research by the Economic Research Division of the Indonesia Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency. The main topic of the research is related to the role of capital market in the Indonesian economy, especially its role as the source of financing for business and as the alternative of investment for investors. The studies on the cost of disclosure, the use of IPO proceed and the role of foreign investors in the Indonesian capital market will have special emphasizes.

Kata Kunci: *Pasar Modal, Perekonomian, Bapepam-LK, Biaya Keterbukaan, Penggunaan Dana Penawaran Umum, Pemodal Asing*

1. Pendahuluan

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menekankan peran penting pasar modal dalam menunjang pelaksanaan pembangunan nasional terutama dalam menjalankan peran strategisnya sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha serta sebagai wahana investasi bagi masyarakat. Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) sebagai otoritas tertinggi pasar modal Indonesia dalam pernyataan visinya juga secara tegas menyatakan bahwa pasar modal adalah

¹ Sebagaimana tercermin dari judulnya, paper ini merupakan ringkasan dan dengan demikian banyak materi dalam paper ini adalah bagian dan bersumber dari kajian-kajian yang dilakukan oleh Bapepam-LK yang rujukannya telah secara jelas disebutkan. Penulis paper ini terlibat secara langsung dalam pembuatan kajian-kajian tersebut baik itu sebagai pengarah, ketua, maupun anggota tim kajian. Namun demikian, pendapat dalam paper ini hanya mencerminkan pendapat pribadi penulis sebagai peneliti dan tidak mencerminkan pendapat resmi dari Bapepam-LK.

² Pegawai pada Bapepam-LK.

³ Pengajar STAN.

penggerak perekonomian nasional.⁴ Sebagai sumber pembiayaan bagi dunia usaha, pasar modal memungkinkan perusahaan untuk mendapatkan dana masyarakat melalui mekanisme pasar primer baik itu melalui penawaran umum perdana (*initial public offering* - IPO) maupun penawaran lanjutan (*right issue*). Sementara itu, sebagai alternatif wahana investasi bagi masyarakat, pasar modal memungkinkan pemodal untuk menginvestasikan dananya selain melalui tabungan dan deposito di perbankan.

Visi Bapepam-LK bukanlah hanya sekedar mimpi. Kajian akademis yang dilakukan oleh Kung, Carverhill & McLeod (2010) membuktikan bahwa peran pasar modal dalam perekonomian Indonesia telah berkembang sangat pesat dan mulai mengungguli sektor perbankan sejak tahun 2004 terutama jika dilihat dari besarnya nisbah nilai kapitalisasi pasar modal terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) relatif terhadap nisbah pinjaman perbankan terhadap PDB. Peningkatan peran pasar modal tersebut menurut mereka merupakan dampak positif dari langkah-langkah reformasi dan paket deregulasi yang dilakukan pemerintah Indonesia mulai Desember 1987, termasuk diantaranya pembukaan akses pasar terhadap pemodal asing pada tahun 1998, penerapan sistem perdagangan tanpa warkat pada tahun 2000, dan penggabungan Bapepam dan Ditjen Lembaga Keuangan menjadi Bapepam-LK pada tahun 2004. Mereka menyimpulkan bahwa pengambil kebijakan memperoleh dukungan empiris bahwa langkah-langkah reformasi dan deregulasi yang dilakukannya mampu meletakkan pondasi yang kuat yang memungkinkan pasar modal mampu bersaing dengan sektor perbankan dalam

⁴ Visi Bapepam-LK sebagaimana dinyatakan dalam Laporan Tahunan Bapepam-LK tahun 2009 adalah “Menjadi otoritas pasar modal dan lembaga keuangan yang amanah dan profesional, yang mampu mewujudkan industri pasar modal dan lembaga keuangan non bank sebagai penggerak perekonomian nasional yang tangguh dan berdaya saing global.” (Bapepam-LK 2009a).

mengalokasikan tabungan ke investasi melalui peningkatan efisiensi perdagangan di bursa efek.

Langkah-langkah reformasi pasar modal masih terus dibutuhkan karena untuk meningkatkan perannya dalam perekonomian Indonesia pasti akan selalu menghadapi kendala dalam pelaksanaannya. Saat ini, misalnya, kendala yang masih harus dihadapi antara lain adalah masih sedikitnya perusahaan yang sudah menjadi perusahaan publik, besarnya biaya pemenuhan prinsip keterbukaan, penggunaan dana penawaran umum yang tidak optimal dalam menggerakkan ekonomi riil, dan dominasi peran dan kepemilikan asing di pasar saham Indonesia. Permasalahan-permasalahan strategis tersebut menjadi perhatian utama Bagian Riset Ekonomi Bapepam-LK,⁵ dan melalui kajian-kajian yang dilakukannya berusaha mencari jalan keluar, atau setidaknya memahami permasalahan sebenarnya, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan kebijakan yang akan semakin memperkuat peran pasar modal dalam pembangunan nasional. Paper ini bermaksud meringkas hasil-hasil kajian yang telah dilakukan oleh Bagian Riset Ekonomi selama tiga tahun terakhir dengan harapan pihak luar juga dapat semakin memahami permasalahan strategis terkait peran pasar modal dalam perekonomian nasional serta pada saat yang sama juga menarik minat untuk melakukan kajian dengan tema yang sejenis.

Sistematika penulisan paper ini adalah sebagai berikut: Bagian 2 akan mengulas ulang kajian-kajian teoritis dan empiris yang mendukung peran pasar modal dalam perekonomian suatu negara. Selanjutnya Bagian 3 dan Bagian 4 menyajikan ringkasan dan merangkai benang merah beberapa kajian yang telah dilakukan terkait dengan

⁵ Hasil-hasil kajian Bapepam-LK secara umum dapat diakses melalui http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/kajian_pm/index.htm

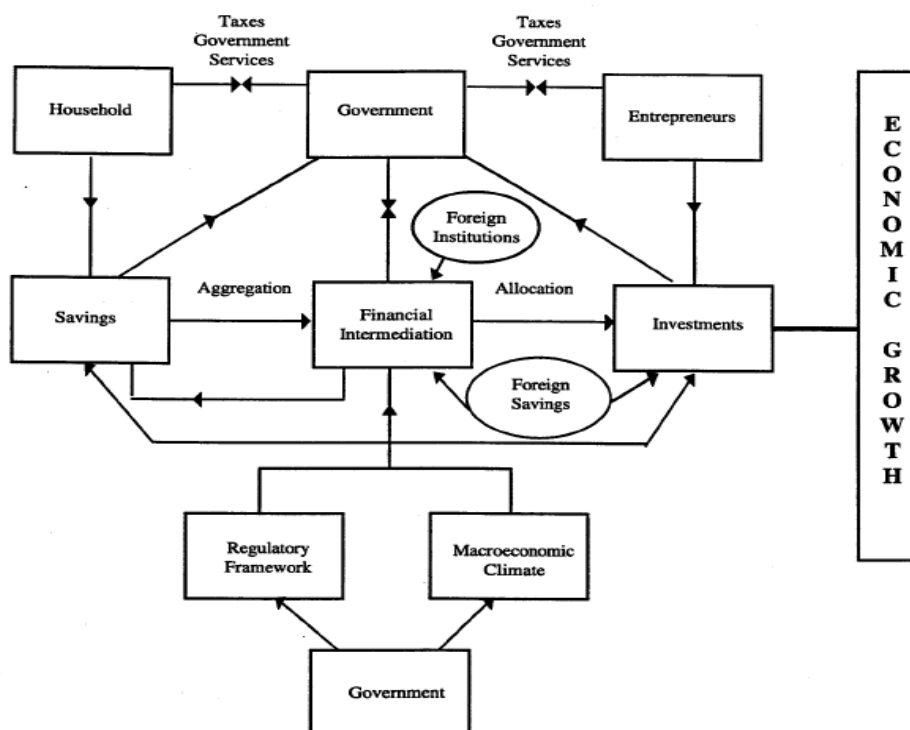
beberapa topik mengenai peran pasar modal sebagai sumber pendanaan usaha dan sebagai alternatif wahana investasi. Bagian 5 menawarkan beberapa topik untuk kajian mendatang. Akhirnya Bagian 6 akan menutup dan menyimpulkan paper ini.

2. Pasar Modal Dan Perekonomian Suatu Negara: Kerangka Teoritis dan Bukti Empiris

Pasar modal, sebagai bagian dari pasar keuangan, secara akademis baik itu melalui kajian teoritis maupun empiris, terbukti mempunyai peran yang signifikan dalam perekonomian suatu bangsa. Secara teoritis, Levine (2004) telah meringkas bahwa kontribusi pasar modal terhadap perekonomian dapat dilakukan melalui lima cara, yaitu (1) perbaikan keterbukaan informasi dan efisiensi pengalokasian modal yang terbatas ke proyek-proyek investasi yang produktif, (2) peningkatan efektifitas pelaksanaan mekanisme tata kelola perusahaan yang baik, (3) penyebaran risiko, (4) pendayagunaan tabungan domestik, dan (5) penyediaan fasilitas perdagangan. Penjelasan teoritis lain tentang kontribusi pasar modal terhadap perekonomian nasional adalah seperti yang disampaikan oleh Naughton (1999) yaitu melalui dua fungsi utamanya: penyediaan pembiayaan langsung dalam skala besar kepada unit produksi, serta penyediaan pasar yang memungkinkan pemegang saham menjual dan membeli saham dengan relatif lebih mudah. Sementara itu, Gill & Tropper (1988) lebih lanjut menjelaskan bahwa dengan berjalannya kedua fungsi tersebut maka pasar modal, khususnya pasar saham, akan bermanfaat bagi pembangunan ekonomi suatu negara dengan cara (1) menciptakan stabilitas keuangan dan ekonomi dengan mengurangi kerawanan perusahaan atas tingkat suku bunga yang berfluktuasi dan tinggi, (2) membantu pertumbuhan ekonomi dan lapangan pekerjaan dengan menyediakan pembiayaan usaha bagi perusahaan, (3)

mempromosikan demokratisasi kepemilikan dengan mendistribusikan kepemilikan perusahaan secara luas, (4) memudahkan akses terhadap modal internasional; dan (5) meningkatkan efisiensi melalui pembentukan harga efek yang wajar dan peminimalan biaya jual beli efek.

Harvey *et al* (1995) secara umum menggambarkan peran yang sistem keuangan dalam pertumbuhan perekonomian suatu negara adalah melalui fungsi intermediasi antara pemodal sebagai surplus unit dan perusahaan atau dunia usaha sebagai defisit unit. Dana yang diperoleh perusahaan akan diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan sehingga mampu meningkatkan kapasitas produksi dan meningkatkan laba perusahaan yang pada akhirnya diharapkan akan mendorong pertumbuhan ekonomi. Skema atau jalur transmisi yang menjelaskan bagaimana intermediasi keuangan mendorong pertumbuhan ekonomi digambarkan dalam Grafik 1 berikut:



Grafik 1. Skema Peran Intermediasi Keuangan dalam Pertumbuhan Ekonomi (sumber: Harvey *et al* (1995) halaman 16)

Sementara itu secara empiris, beberapa kajian telah menemukan bukti bahwa pasar modal memang berperan dalam pembangunan perekonomian suatu negara seperti Gill & Tropper (1988), Atje & Jovanovic (1993), Levine (1996, 1997a, 1997b), Fray (1997), Naughton (1999), dan Caporale *et al* (2004). Dari sisi metodologi, kajian-kajian empiris tersebut pada umumnya dilakukan melalui penggunaan model-model yang melibatkan antar negara (*cross section regressions*) seperti yang dilakukan oleh Fray (1997), Naughton (1999), Atje & Jovanovic (1993), Demirguc-Kunt & Levine (1995), dan Levine & Zervos (1998)). Selain itu, kajian untuk negara tertentu juga sering dilakukan melalui penggunaan model deret waktu (*time series regressions*) seperti Al-Sharkas (2004) untuk Yordania, Bahadur & Neupane (2006) untuk Nepal, Gan *et al* (2006) untuk Selandia Baru, Kaplan (2008) untuk Turki, Maysami *et al* (2004) untuk Singapura, Shahbaz *et al* (2008) untuk Pakistan, Aretis & Demetriades (1997) untuk Jerman, Amerika Serikat, dan Korea Selatan, Caporale *et al* (2004) untuk Argentina, Chile, Yunani, Korea Selatan, Malaysia, Philipina, dan Portugal, Gursoy & Muslumov (1998) untuk 20 negara termasuk Indonesia, dan Siliverstovs & Duong (2006) untuk negara-negara Eropa. Walaupun demikian, perlu juga diakui bahwa ada juga beberapa kajian yang meragukan peran pasar modal terhadap perekonomian, terutama untuk negara yang belum berkembang, seperti misalnya, studi oleh Harris (1997), Singh (1997) dan Aretis & Demetriades (1997). Kajian Singh (1997) dan Harris (1997), sebagai teladan, berargumen bahwa pasar modal hanya akan bermanfaat untuk negara maju, namun tidak untuk negara-negara berkembang. Secara metodologi, Aretis & Demetriades (1997) juga mengkritik penggunaan regresi antar negara karena model tersebut tidak akan mampu menggambarkan keunikan dan karakteristik tiap negara seperti kondisi kelembagaan dan peraturan perundang-undangannya.

3. Pasar Modal sebagai Sumber Pendanaan: Potensi Perusahaan untuk *Go Public*, Biaya Keterbukaan dan Penggunaan Dana Penawaran Umum

Pihak yang membutuhkan dana dapat memanfaatkan pasar modal untuk mendapatkan dana dari pihak yang memiliki kelebihan dana. Perusahaan dapat memanfaatkan pasar modal sebagai sumber pendanaan melalui penerbitan saham dan obligasi perusahaan, sedangkan pemerintah dapat menerbitkan surat utang negara. Pada tahun 2010, terdapat 54 perusahaan yang mendapatkan dana masyarakat melalui penerbitan saham, dimana 23 perusahaan diantaranya melakukan penawaran umum perdana saham. Nilai emisi saham tersebut mencapai Rp.78.23 triliun Sementara itu, ada 26 perusahaan yang menerbitkan obligasi dengan nilai Rp.36,60 triliun. Pemerintah juga memanfaatkan pasar modal domestik untuk membiaya defisit anggarannya sebesar Rp. 136,6 triliun melalui penerbitan obligasi pemerintah. Sampai akhir 2010, total jumlah perusahaan yang telah memanfaatkan pasar modal sebagai sumber pendanaan ada sebanyak 608 perusahaan yang terdiri dari 601 emiten dan tujuh perusahaan publik, dengan total nilai dana yang dihimpun sebesar 710,74 triliun.⁶

Jumlah perusahaan terbuka tersebut di atas relatif masih sangat sedikit dibandingkan jumlah potensial perusahaan di Indonesia sebagaimana ditunjukkan oleh hasil kajian yang berjudul *Potensi Jumlah Perusahaan yang Dapat Melakukan Go Public di Pasar Modal Indonesia* (Bapepam-LK 2009b). Sampai akhir 2010, total jumlah emiten saham dan obligasi perusahaan yang tercatat di BEI ada sebanyak masing-masing sebanyak 420 dan 86 perusahaan.⁷ Data Badan Pusat Statistik dan Himpunan Pengusaha

⁶ Statistik Pasar Modal, Minggu ke 1 Januari 2011. Lihat situs Bapepam-LK untuk mengunduh Statistik Pasar Modal Mingguan (http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/statistik_pm/index.htm)

⁷ IDX Statistics 2010. Lihat situs Bursa Efek Indonesia <http://www.idx.co.id/Home/Publication/Statistic/tabid/140/language/id-ID/Default.aspx>

Muda Indonesia menunjukkan bahwa ada sekitar 4.300 usaha besar (dengan aset di atas Rp 10 milyar) dan 2.000 UKM (dengan aset berkisar Rp 2,5 – Rp 10 milyar), dan data ini mencerminkan bahwa jumlah perusahaan di Indonesia yang berpotensi melakukan *go public* masih sangat besar. Namun demikian, kajian tersebut mengindikasikan bahwa beberapa alasan yang menyebabkan masih rendahnya minat perusahaan untuk menjadi perusahaan terbuka adalah belum tepatnya waktu melaksanakan *go public*,⁸ belum banyak perusahaan di Indonesia yang memiliki kondisi kesehatan finansial maupun non-finansial yang cukup memuaskan, dan masih minimnya pemahaman manajemen perusahaan mengenai proses *go public*. Kajian ini juga menunjukkan bahwa terdapat empat tujuan utama perusahaan melakukan *go public*, yaitu untuk mendapatkan dana bagi ekspansi usaha dan modal kerja, meningkatkan kinerja manajemen melalui penerapan prinsip keterbukaan, meningkatkan profil perusahaan, dan mendiversifikasikan sumber pembiayaan. Sementara itu, hal-hal lainnya yang tidak menjadi prioritas bagi perusahaan untuk *go public* adalah menarik pemegang saham baru, mendapatkan dana bagi pembayaran atau pelunasan utang, mendapatkan keringanan pajak, dan mendukung pemasaran produk perusahaan. Kajian Bapepam-LK (2009b) tersebut juga melengkapi hasil kajian yang dilakukan oleh Bursa Efek Jakarta (2006) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan untuk mencatatkan saham di bursa.

Fakta lain yang menarik namun jarang menjadi perhatian adalah adanya perusahaan yang *go private* atau perusahaan yang kembali menjadi perusahaan tertutup setelah sebelumnya menjadi perusahaan terbuka. Data menunjukkan bahwa selama

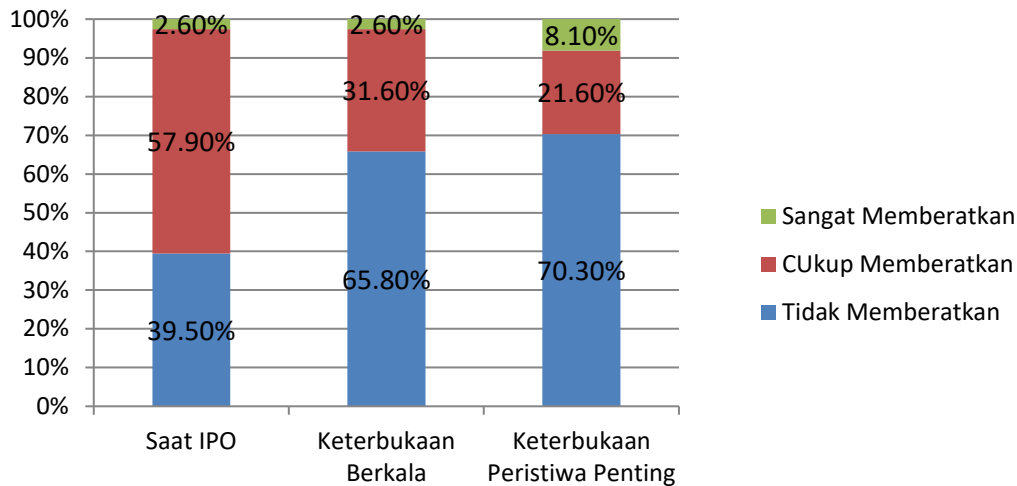
⁸ Yang saat penelitian dilakukan, pasar modal dunia saat itu sedang mengalami krisis.

periode 2003-2010 saja terdapat 53 perusahaan yang *delisted* dari BEI. Penelitian Danareksa Research Institute (2007) mengungkapkan beberapa alasan mengapa perusahaan publik memutuskan untuk menjadi perusahaan tertutup yaitu: (1) mengikuti program konsolidasi regional dari perusahaan induk, (2) kurangnya Insentif yang khusus diberikan oleh pemerintah, (3) pajak dan kemudahan ijin, (4) ketidakefisienan karena rantai pengambilan keputusan menjadi panjang, (5) pengawasan otoritas pasar modal yang terlalu ketat, (6) saham tidak likuid, dan (6) tidak membutuhkan dana dari pasar modal. Selain itu, berdasarkan perbandingan data nilai kredit perbankan dan nilai emisi pasar modal per akhir 2010, terlihat bahwa dunia usaha masih mengandalkan perbankan sebagai sumber pembiayaan utama dibandingkan pasar modal. Hal-hal ini menimbulkan pertanyaan yang menarik untuk dikaji yaitu faktor apakah yang menyebabkan perusahaan lebih memilih perbankan daripada pasar modal. Salah satu hipotesis dari permasalahan itu adalah *cost of capital* mendapatkan dana dari perbankan mungkin lebih menarik dibandingkan pasar modal. Salah satu komponen *cost of capital* yang perlu dipertimbangkan oleh perusahaan publik adalah biaya pemenuhan prinsip keterbukaan yang menjadi kewajiban perusahaan terbuka. Untuk itu kajian mengenai hal ini telah dilakukan dengan tujuan mengidentifikasi dan mengukur besarnya biaya yang harus dikeluarkan oleh emiten dan perusahaan publik terkait dengan pemenuhan kewajiban prinsip keterbukaan informasi di pasar modal Indonesia (Bapepam-LK 2010).

Dengan melakukan survei penarikan contoh terhadap emiten saham dan obligasi yang memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK dalam periode 2005 s.d. 2009 serta terhadap semua perusahaan publik, diketahui bahwa rata-rata biaya yang harus ditanggung perusahaan publik untuk memenuhi prinsip keterbukaan yang sifatnya berkala serta prinsip keterbukaan yang sifatnya insidental adalah masing-masing Rp. 1,01

miliar dan Rp. 666,68 juta per tahunnya. Dari kewajiban keterbukaan berkala, Laporan Tahunan dan Laporan Keuangan Tahunan merupakan kewajiban yang paling besar menimbulkan biaya bagi emiten dan perusahaan publik dengan biaya sebesar Rp.622,67 juta per tahun. Sementara itu, biaya untuk Laporan Keuangan Tengah Tahunan dan kewajiban lainnya mempunyai nilai yang hampir sama yaitu sekitar Rp.200 juta-an. Sedangkan komponen terbesar dalam biaya keterbukaan karena terjadinya peristiwa penting adalah untuk penilai dan akuntan publik dengan persentase sekitar 27% dan 24% dari total biaya. Besarnya biaya-biaya tersebut juga ditentukan dari status perusahaan, apakah hanya emiten saham saja atau juga merangkap emiten obligasi, serta dari besarnya aset perusahaan. Kajian tersebut juga mengungkapkan bahwa biaya keterbukaan saat melakukan penawaran umum lanjutan saham lebih besar dibandingkan untuk penawaran umum perdana saham ataupun penawaran umum obligasi. Namun hasil pengkajian lebih jauh menunjukkan bahwa nisbah antara biaya yang dikeluarkan dengan total dana yang diperoleh dari pasar modal untuk penawaran umum lanjutan saham masih jauh lebih kecil dari IPO saham.

Melalui survey, kajian Bapepam-LK (2010) tersebut juga menyimpulkan bahwa mayoritas responden menganggap bahwa biaya yang harus harus dikeluarkan untuk memenuhi prinsip keterbukaan di pasar modal *setelah* penawaran umum tidak memberatkan, namun demikian biaya keterbukaan *saat* penawaran umum dianggap cukup memberatkan sebagaimana ditunjukkan oleh Grafik 2.



Grafik 2.

Pendapat tentang Besarnya Biaya Keterbukaan yang harus dikeluarkan terkait pada saat penawaran umum, keterbukaan berkala dan keterbukaan karena peristiwa penting (Jumlah responden: *IPO dan Berkala*=38; *Peristiwa Penting*=37) (Sumber: Bapepam-LK (2010), Grafik IV.12. halaman 47)

Emiten dan perusahaan publik pada umumnya sepakat mengatakan tidak merasakan kesulitan dalam memenuhi peraturan terkait keterbukaan. Mayoritas responden mengatakan bahwa keuntungan yang didapat dengan menjadi emiten/perusahaan publik lebih besar dari biaya yang harus dikeluarkan untuk memenuhi prinsip keterbukaan setiap tahunnya. Perhatian khusus patut diberikan kepada perusahaan yang tergolong perusahaan kecil (UKM) karena mereka merasakan banyak biaya-biaya yang awalnya tidak diperhitungkan saat memutuskan untuk *go public* ternyata cukup memberatkan mereka.

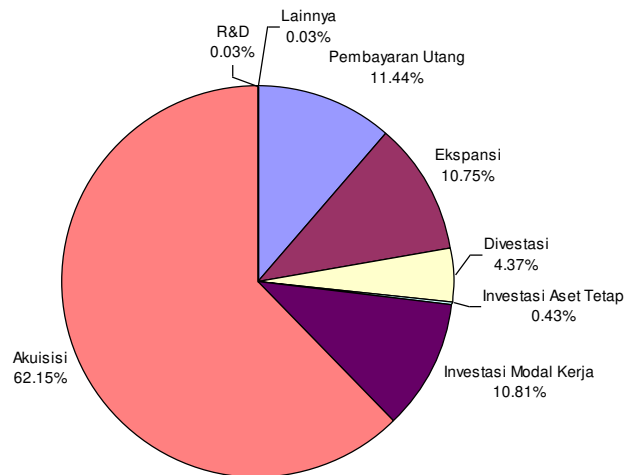
Salah satu premis bahwa pasar modal dapat berperan dalam perekonomian adalah pendanaan investasi-investasi strategis bagi perusahaan. Bagi perusahaan dana yang didapat digunakan dari pasar modal adalah dana hasil penawaran umum, karena setelah saham perusahaan tersebut diperdagangkan di bursa atau di pasar sekunder, perusahaan tidak akan lagi menerima tambahan dana. Oleh karena itu, premis bahwa

pasar modal memang benar digunakan oleh perusahaan untuk mendapatkan dana segar untuk investasi yang nantinya akan mendorong pertumbuhan perekonomian perlu dikaji melalui identifikasi jenis-jenis penggunaan dana hasil penawaran umum. Kajian Bapepam-LK (2009c) mengenai penggunaan dana hasil penawaran umum dilakukan untuk menjawab permasalahan tersebut.

Kajian Bapepam (2009c) tersebut menggunakan Formulir X.K.4-1, lampiran Peraturan Bapepam-LK Nomor X.K.4 tentang Laporan Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum, yang pada intinya mewajibkan emiten untuk melaporkan nilai realisasi hasil penawaran umum, rencana penggunaan menurut prospektus, realisasi penggunaan dana menurut prospektus, dan sisa dana hasil penawaran umum. Kajian ini meneliti 62 penawaran umum yang telah mendapatkan pernyataan efektif dari Bapepam-LK selama tahun 2008, yang terdiri dari 16 penawaran umum perdana saham, 25 penawaran umum saham terbatas, 17 penawaran umum obligasi, dan 4 penawaran umum sukuk, dengan total nilai penawaran umum sebesar Rp 89,60 triliun. Penggunaan dana penawaran umum selanjutnya diklasifikasikan menjadi tujuh yaitu pembayaran utang, ekspansi, divestasi, investasi pada aset tetap, investasi pada modal kerja, akuisisi dan R&D serta pengembangan produk.

Hasil kajian Bapepam (2009c) tersebut juga menemukan bahwa dana penawaran umum pada umumnya *direncanakan* untuk keperluan akuisisi, yaitu sekitar 60% dari setiap penawaran umum. Rencana penggunaan dana hasil penawaran umum untuk pembiayaan ekspansi, pembayaran utang dan investasi untuk modal kerja menempati prioritas berikutnya. Namun demikian prioritas rencana penggunaan dana menurut prospektus ini tidak berlaku untuk penawaran umum obligasi. Pada jenis penawaran umum obligasi, tujuan utama penghimpunan dana masyarakat adalah untuk membiayai

investasi pada modal kerja, lalu diikuti oleh ekspansi dan pembayaran utang. Sementara itu, akuisisi hanya menempati prioritas keempat. Dalam realisasinya, penggunaan dana secara umum juga ditujukan untuk akuisisi. Grafik 3 berikut menunjukkan prioritas penggunaan dana hasil realisasi penawaran umum.



Grafik 3. Persentase Penggunaan Dana Hasil Realisasi Penawaran Umum
(Sumber: Bapepam-LK (2009c), Grafik IV.4. halaman 43)

Khusus untuk penawaran umum obligasi terjadi perbedaan prioritas penggunaan antara dalam rencana dan realisasinya. Pada jenis penawaran umum obligasi, tujuan utama penghimpunan dana masyarakat adalah untuk membiayai investasi pada modal kerja (50,39%), lalu diikuti oleh ekspansi (25,93%) dan pembayan utang (21,48%). Rincian lengkap jenis-jenis realisasi penggunaan dana hasil penawaran umum dapat dilihat dalam Lampiran 1.

Hasil kajian Bapepam (2009c) juga menunjukkan bahwa pada umumnya emiten merasakan manfaat yang sangat besar dari hasil penawaran umum yang dilakukan mereka di pasar modal Indonesia terutama dalam memperoleh dana segar dan murah

dari masyarakat yang akan digunakan oleh perusahaan tersebut untuk membiayai berbagai kepentingan usahanya. Pendapat dan analisis manajemen menilai bahwa penggunaan dana hasil penawaran umum secara umum berpengaruh positif terhadap operasional dan keuangan perusahaan.

Salah satu hal yang diteliti dalam kajian tersebut adalah kemungkinan penerapan batasan tertentu dari dana hasil penawaran umum untuk digunakan kepada penggunaan yang benar-benar mampu menggerakkan ekonomi riil. Hasil wawancara menunjukkan untuk perusahaan yang memang bergerak di sektor riil, mereka tidak keberatan jika nantinya terdapat pembatasan penggunaan dana hasil penawaran umum untuk dialokasikan ke aktivitas usaha tertentu yang memang dapat menggerakkan sektor riil. Mereka menilai setidaknya batasan tersebut adalah minimum antara 20-30% dana yang didapat dari penawaran umum.

3. Pasar Modal sebagai Alternatif Wahana Investasi: Peran Pemodal Asing

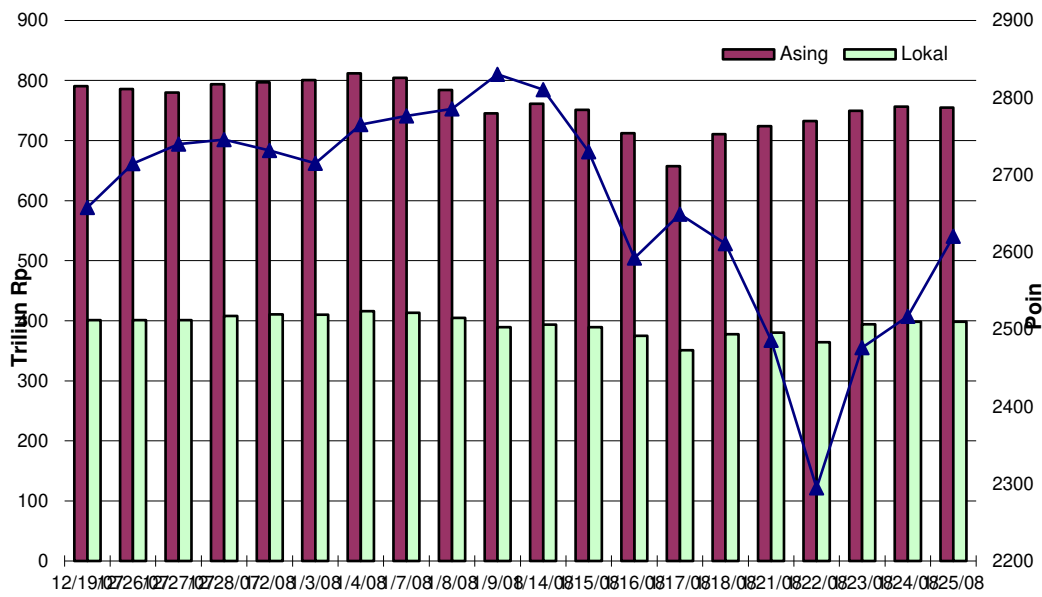
Sebagai alternatif wahana investasi, pasar modal memang bisa menjadi alternatif selain tabungan dan deposito yang sudah lama dikenal oleh masyarakat Indonesia. Saat ini, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di BEI telah mencapai level tertinggi dalam sejarah pasar modal Indonesia. Dari sisi kinerja, IHSG juga menunjukkan prestasi yang cukup membanggakan. Pada 2010 misalnya, IHSG menjadi bursa dengan kinerja terbaik di Asia Pasifik dengan peningkatan sebesar 45,96%, lebih tinggi dibandingkan Thailand (40,85%), Korea (21,44%), Malaysia (19,77%), dan Hongkong (5,02%).⁹ Kenaikan ini

⁹ Lihat Siaran Pers Akhir Tahun Bapepam-LK.

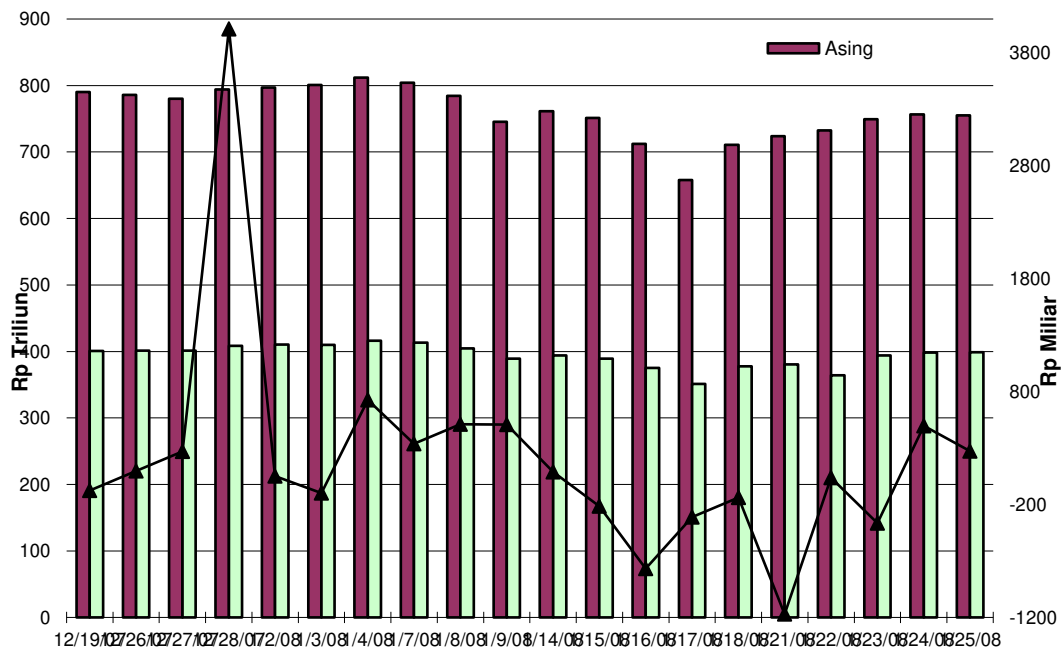
http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/siaran_pers_pm/2010/pdf/Press_Release_Akhir_Tahun_2010.pdf.

tidak terlepas dari derasny aliran dana masuk ke negara-negara berkembang, termasuk Indonesia. *The Institute of International Finance* (2009) memperkirakan bahwa ada sekitar USD.186 miliar dana dari kawasan Amerika Serikat dan Eropa yang masuk ke kawasan Amerika Latin, Afrika dan Timur Tengah, Eropa Timur dan Asia. Dari dana tersebut, aliran dana terbesar bergerak ke kawasan Asia dengan nilai sekitar AUD.93 miliar. Untuk kawasan Asia, Indonesia merupakan tujuan terbesar ketiga setelah China dan India. Dua faktor utama aliran dana masuk ini adalah faktor pendorong (*push factor*) dan faktor penarik (*pull factor*). Rendahnya suku bunga menjadi faktor pendorong utama keluarnya dana dari negara-negara maju, sedangkan tingginya tingkat suku bunga, tingginya pertumbuhan ekonomi menjadi faktor penarik utama.

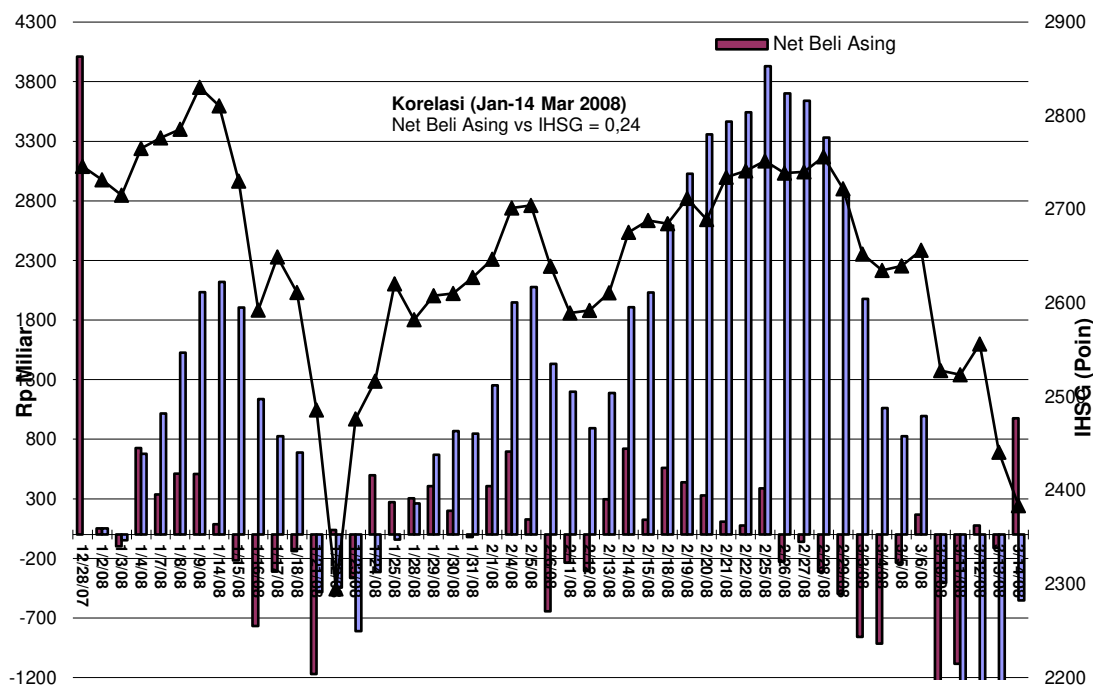
Peran pemodal asing dalam kepemilikan dan perdagangan saham juga terlihat dari hasil kajian Bagian Riset Ekonomi (2008). Dari Grafik 4, Grafik 5 dan Grafik 6 yang mempergunakan data harian dari tanggal 19 Desember 2007 s.d. 25 Januari 2008 terlihat bahwa asing mendominasi kepemilikan saham yang tercatat di PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI). Jual beli yang dilakukan pemodal asing juga terlihat mempengaruhi pergerakan IHSG. Poin penting lainnya hasil kajian ini adalah data harian pembelian bersih asing masih belum dapat dijadikan dasar yang kokoh untuk penentuan pengambilan keputusan, dikarenakan masih ada masalah dalam pengidentifikasian pemodal asing dalam transaksi di bursa. Hal ini juga pernah disampaikan oleh Dr JianXing Wang dalam kertas kerjanya tanggal 20 September 2007 saat melakukan *professorship* di Biro Riset dan Teknologi Informasi yang berjudul *On the Identification and Classification of Foreign Investors in Indonesia*.



Grafik 4. IHS dan Nilai Kepemilikan Asing dan Lokal
 (Data IHS per tanggal T sedangkan Nilai Kepemilikan per T+3)
 (Sumber: Bagian Riset Ekonomi (2008))



Grafik 5. Net Beli Asing dan Kepemilikan Asing dan Lokal
 (Data Net Beli Asing per tanggal T sedangkan Nilai Kepemilikan per T+3)
 (Sumber: Bagian Riset Ekonomi (2008))



Grafik 6. Hubungan IHSG dan Net Beli Asing
(Sumber: Bagian Riset Ekonomi (2008))

Data terbaru juga masih menunjukkan dominasi asing dalam kepemilikan saham. Sampai akhir 2010 pemodal asing masih menguasai 62,80% saham, walaupun data per Februari 2011 menunjukkan bahwa terjadi sedikit penurunan kepemilikan asing menjadi 62,17%. Hal ini menjadi isu hangat pada akhir-akhir ini terutama dengan adanya kekuatiran *sudden reversal* dari aliran dana masuk tersebut, termasuk perdebatan mengenai penerapan *capital control* untuk mencegah hal tersebut terjadi. Bagian Riset Ekonomi (2007) secara ringkas telah menelaah tentang salah satu bentuk *capital control* yaitu melalui penerapan pajak Tobin.

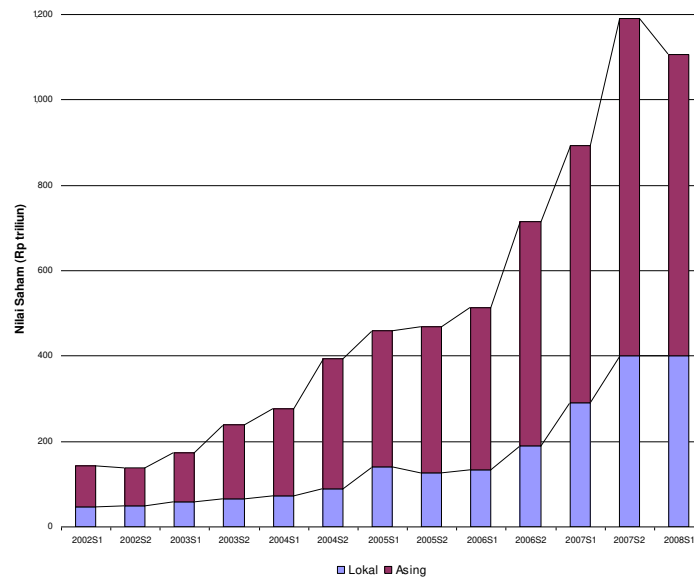
Tujuan utama *capital control* adalah untuk mengontrol mobilitas investasi antar negara dan dapat dilakukan dengan regulasi pembatasan devisa, *dual rate exchange system*, atau dengan memperlambat *short-term investment flow* melalui penerapan pajak

atas seluruh transaksi mata uang (dikenal dengan istilah *Tobin tax*). Bagi investor spekulatif yang memindahkan dananya dari suatu negara ke negara lain akan dikenakan pajak. Sementara itu investor jangka panjang akan dikenakan pajak tidak sebesar investor spekulatif. Pengenaan pajak ini diharapkan dapat mengurangi *turnover* transaksi yang tinggi tanpa mengorbankan stabilitas dan produktifitas investasi keuangan. Pajak Tobin bertujuan mengurangi tekanan spekulatif jangka pendek transaksi valuta asing untuk mengendalikan volatilitas kurs suatu negara melalui pengenaan pajak atas transaksi mata uang asing. Selain meredam arus modal jangka pendek yang bersifat spekulatif tanpa memperngaruhi arus modal jangka panjang, Singh (1998) juga menyebutkan beberapa keuntungan lain dari pajak Tobin bagi suatu negara yaitu (1) meningkatkan independensi penyusunan kebijakan moneter dan makroekonomi, (2) mengontrol pengaruh pasar keuangan internasional terhadap pasar domestik, (3) menciptakan alternatif sumber cadangan devisa yang dapat digunakan khusus untuk melakukan intervensi pasar, (4) menciptakan basis data untuk pemantauan arus modal internasional.

Sampai saat ini belum ada negara yang menerapkan pajak Tobin. Tetapi beberapa negara telah mewacanakan pajak Tobin ini seperti negara-negara Eropa sejak tahun 2001. Komisi Keuangan dan Anggaran Parlemen Belgia telah menyetujui suatu rancangan undang-undang yang mengimplementasi pajak Spahn mirip dengan pajak Tobin atau dikenal dengan nama pajak Tobin-cum-Circuit-Breaker yang mengenakan pajak berlapis atas transaksi valuta asing. Dalam undang-undang tersebut Belgia akan menerapkan pajak Tobin apabila negara-negara lain dikawasan Eropa juga menerapkan pajak Tobin. Di Kanada pada tahun 1990 an para aktivis telah membahas Tobin Tax dan pada bulan Maret 1999 *the Canadian House of Common* menyetujui suatu resolusi yang mengarahkan

pemerintah untuk memberlakukan pajak atas transaksi keuangan internasional sesuai dengan praktek negara-negara lain. Di negara-negara Amerika Latin seperti Brazil dan Venezuela mendukung pemberlakuan pajak Tobin. Studi akademis termutakhir tentang pajak Tobin adalah studi yang dilakukan oleh Kaiser, Chmura & Pitz (2007). Studi tersebut juga meringkas studi-studi akademis terdahulu tentang kontroversi penerapan termasuk pembahasan tentang beberapa keuntungan dan kerugian pajak Tobin. Beberapa keberatan atas penerapan pajak Tobin atau Spahn antara lain adalah pajak tersebut mudah dihindari dengan teknik rekayasa keuangan seperti melalui kontrak berjangka *future* atau mengalihkan transaksi ke negara yang tidak mengenakan pajak Tobin. Kaiser, Chmura & Pitz (2007) melalui pendekatan teori permainan dan ekonomi eksperimental menyimpulkan bahwa pajak Tobin jika dikenakan dengan tarif yang rendah berpotensi mengurangi volatilitas dan meningkatkan efisiensi pasar.

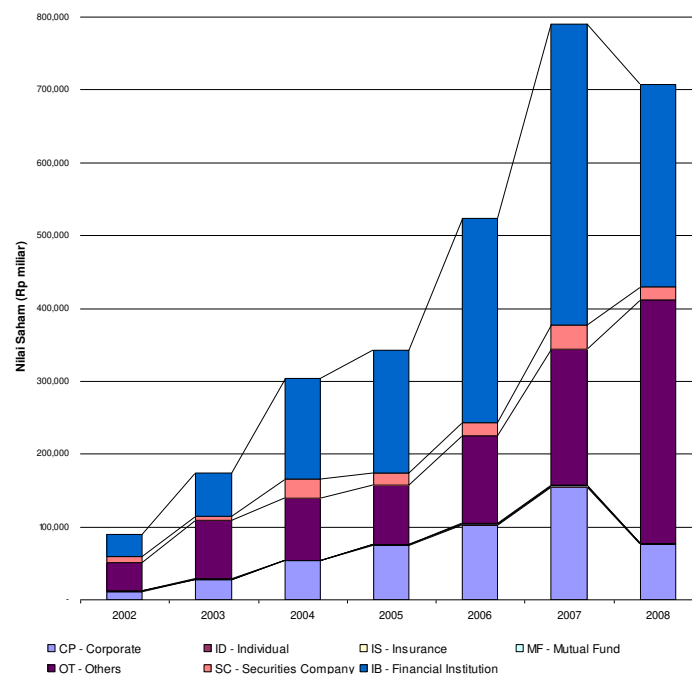
Bapepam-LK (2008) juga telah melakukan studi yang bertujuan mengidentifikasi jumlah dan jenis pemodal asing yang ada di Pasar Modal Indonesia sehingga dapat melihat secara menyeluruh apakah pasar modal Indonesia rentan terhadap kejadian-kejadian di luar negeri atau karena memiliki basis lokal yang kuat sehingga tidak banyak terpengaruh kejadian-kejadian di lingkup internasional. Dengan menggunakan data kuartal pertama 2002 s.d. kuartal pertama 2008, Grafik7 dari kajian tersebut menggambarkan dominasi pemodal asing dari sisi nilai kepemilikan saham



Grafik 7. Perkembangan Nilai Kepemilikan Saham oleh Pemodal Asing dan Lokal (Sumber: Bapepam-LK (2008), Grafik 6 halaman 40)

Dalam Grafik tersebut terlihat per akhir Juni 2008, kepemilikan saham pemodal asing senilai Rp 706,75 triliun, atau sekitar 63,82% dari total Rp 1,107,32 triliun aset saham yang tercatat di KSEI. Sejak 2002, nilai kepemilikan asing tertinggi dicapai pada akhir 2007 yang mencapai Rp 790,39 triliun. Tingginya nilai kepemilikan asing ini sejalan dengan peningkatan nilai saham secara keseluruhan di BEI pada saat itu. Hal ini juga terlihat dari penurunan nilai kepemilikan asing pada tahun 2008 yang lebih mencerminkan penurunan harga saham yang dimiliki dibandingkan karena berkurangnya minat asing kepada saham-saham emiten Indonesia. Kajian tersebut menyimpulkan bahwa walaupun pemodal asing secara kuantitas lebih sedikit dibandingkan dengan pemodal lokal dan relatif berimbang dalam hal volume kepemilikan, namun dari sisi nilai kepemilikan asing jauh lebih tinggi dibandingkan pemodal lokal. Hal ini menunjukkan bahwa pemodal asing lebih banyak memiliki saham-saham dengan harga yang lebih tinggi, dibandingkan pemodal lokal yang lebih banyak berinvestasi di saham-saham dengan harga yang lebih rendah.

Dengan menggunakan penggolongan jenis pemodal yang dilakukan oleh PT KSEI menjadi sembilan, yaitu (1) Perorangan (ID - individuals), (2) Asuransi (IS - insurance); (3) Dana Pensiun (PF - pension funds); (4) Lembaga Keuangan termasuk Bank (IB - financial institutions); (5) Perusahaan Efek (SC - securities companies); (6) Reksa Dana (MF - mutual funds); (8) Perusahaan umum (CP - corporate); (9) Yayasan (FD - foundations); dan (10) Lainnya (OT - others), rincian nilai kepemilikan pemodal asing dapat ditelusuri lebih lanjut dari Grafik 8 berikut.

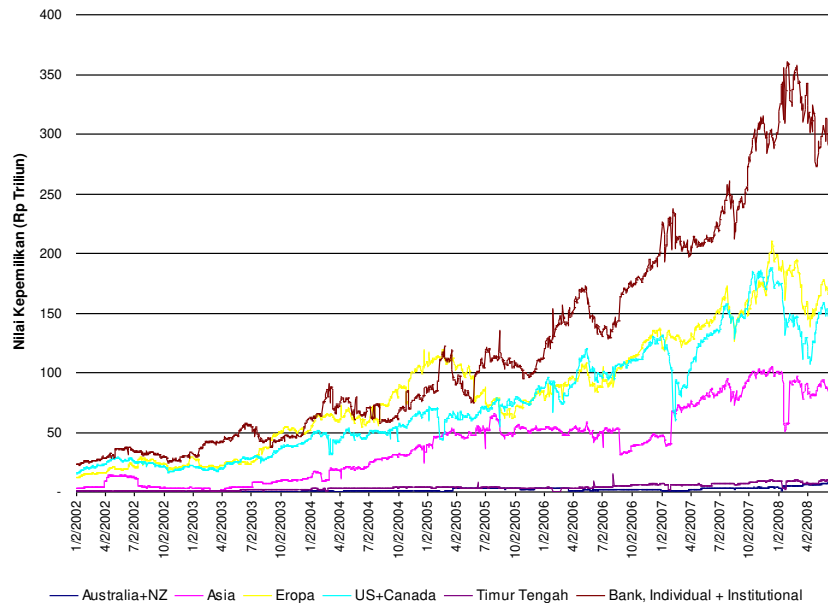


Grafik 8. Perkembangan Nilai Kepemilikan Saham berdasarkan Jenis Pemodal Asing (Sumber: Bapepam-LK (2008), Grafik 10 halaman 44)

Terlihat dari Grafik tersebut per Juni 2008, jenis pemodal asing yang dominan dari sisi nilai saham yang dimiliki adalah Lainnya dan Lembaga Keuangan, dengan masing-masing menguasai Rp 334,71 triliun (47,36%) dan Rp 277,50 triliun (39,27%) dari total kepemilikan asing sebesar Rp 706,75 triliun. Pemodal Lainnya ini cukup menarik karena

merekalah satu-satunya jenis pemodal asing yang secara konsisten memiliki nilai saham yang terus meningkatkan dibandingkan pemodal asing lainnya, termasuk pada semester pertama 2008 disaat harga saham umumnya turun. Dibandingkan posisi akhir tahun 2007, nilai kepemilikan saham oleh pemodal asing Lainnya ini meningkat sebesar 79,41% pada akhir Juni 2008. Hal ini berbeda dengan penurunan nilai kepemilikan asing yang mencapai 10,58% pada periode yang sama.

Dari sisi asal negara pemodal asing, tercatat selama periode 2002-2008 ada 39 negara dan empat Pemerintahan asing. Ke 39 negara tersebut adalah Australia, Austria, Belgia, Brunei Darussalam, Kanada, China, Denmark, Finlandia, Perancis, Jerman, Hongkong, India, Italia, Jepang, Yordania, Kuwait, Luxembourg, Malaysia, Mauritius, Mongolia, Belanda, Selandia Baru, Norwegia, Philipina, Polandia, Seychelles, Singapura, Slovakia, Korea Selatan, Spanyol, Swedia, Swiss, Suriah, Taiwan, Thailand, United Arab Emirates, Inggris, Amerika Serikat dan Uzbekistan. Sementara itu pemerintahan negara asing yang tercatat juga memiliki saham di Indonesia adalah Pemerintah Korea, Pemerintah Singapura, Pemerintah Uni Emirat Arab, dan Pemerintah Kuwait.



Grafik 9. Perkembangan Nilai Kepemilikan Pemodal Asing Berdasarkan Asal Negara (Sumber: Bapepam-LK (2008), Grafik 13 halaman 51)

Grafik 9 menggambarkan perkembangan nilai kepemilikan saham pemodal asing berdasarkan asal negaranya untuk periode 2002-2008 dan dapat disimpulkan bahwa pemodal yang berasal dari benua Eropa mendominasi kepemilikan saham baik itu dari sisi volume maupun nilainya, walaupun dari sisi jumlah pemodalnya lebih sedikit dibandingkan Amerika Serikat dan Kanada. Sementara itu, terlihat bahwa walaupun dari sisi volume kepemilikan pemodal Amerika Serikat dan Kanada lebih sedikit daripada pemodal dari negara-negara Asia, namun mereka lebih cenderung memiliki saham dengan harga yang lebih tinggi sehingga nilai kepemilikan sahamnya lebih tinggi dibandingkan pemodal dari negara-negara Asia.

4. Pasar Modal Dan Perekonomian Suatu Negara: Beberapa Pemikiran tentang Studi Lanjutan di Indonesia

Kajian-kajian yang disebutkan di atas masih merupakan bagian kecil dari tema sentral tentang peran pasar modal dalam perekonomian Indonesia. Masih banyak tema-tema yang perlu dikaji secara mendalam untuk memperkuat peran pasar modal. Bagian ini mencoba menawarkan beberapa hal yang mungkin menarik minat pembaca untuk melakukan kajian.

Yang pertama terkait dengan hubungan antara pasar modal dan ekonomi makro. Banyak penelitian yang mengkaji tentang pengaruh beberapa peubah makro ekonomi terhadap perkembangan pasar modal yang biasanya menggunakan proksi IHSG atau nilai kapitalisasi pasar. Namun kebanyakan dari penelitian-penelitian tersebut hanya melihat hubungan statistik antara peubah makro ekonomi dengan peubah pasar modal (atau sebaliknya), tanpa melihat lebih jauh tentang jalur transmisi antara keduanya.¹⁰ Masih terkait dengan tema ini adalah hubungan antara pasar modal dan ekonomi riil. Ada beberapa indikasi bahwa pengaruh pasar modal terhadap perekonomian bersifat tidak simetris. Hal ini berarti peningkatan yang terjadi di pasar modal dampaknya terhadap ekonomi riil di Indonesia tidak sama dengan dampak yang diakibatkan oleh penurunan di pasar modal. Ada kecenderungan bahwa guncangan negatif di pasar modal akan berakibat ke sektor riil lebih cepat dibandingkan guncangan positif, terutama melalui jalur transmisi di nilai tukar Rupiah yang memperngaruhi ekspor dan impor. Prasentyantoko (2008) juga telah menggarisbawahi bahwa krisis keuangan sudah menjadi barang publik, yang berarti tidak hanya pelaku pasar saja yang merasakan dampak negatif krisis

¹⁰ Model *Vector Auto Regressive* (VAR) termasuk *Error Correction Model* (ECM) banyak digunakan sebagai alat dalam kajian ini.

keuangan, namun masyarakat luas yang umumnya tidak terlibat dalam sektor keuangan juga akan merasakan dampaknya.

Tema yang kedua terkait dengan hubungan antara pasar modal dan ekonomi mikro. Dampak penawaran umum terhadap perusahaan masih banyak yang perlu dikaji. Misalnya pengaruhnya terhadap penyerapan tenaga kerja dan peningkatan setoran pajak. Premis bahwa pasar modal akan mendorong perekonomian nasional perlu diuji dengan mempertanyakan apakah perusahaan yang melakukan penawaran umum melalui pasar modal memang akan mempergunakan dana yang diperolehnya tersebut untuk investasi yang menambah jumlah pegawai di perusahaan tersebut dan meningkatkan setoran pajak ke negara. Pergerakan harga saham perusahaan-perusahaan tercatat juga patut dikaji dampaknya terhadap keputusan investasi perusahaan. Tidak kalah pentingnya adalah memperhatikan pengaruh jumlah saham yang dilepas oleh perusahaan ke publik terhadap kinerja perusahaan. Hal ini terkait dengan jumlah saham yang tersedia pasar. Andriansyah, Pohan & Husodo (2007) menekankan pengaruh jumlah saham yang beredar terhadap perhitungan nilai kapitalisasi pasar.

Tentunya masih banyak lagi tema kajian terkait dengan peran pasar modal dalam perekonomian nasional. Sangat penting juga untuk memiliki basis data penelitian tentang kajian-kajian yang terkait dengan pasar modal dan perekonomian. Selain untuk menghindari penelitian yang sama, juga kerjasama antar pihak terkait juga dapat ditingkatkan.

5. Kesimpulan

Secara teoritis maupun empiris, sudah cukup banyak kajian yang menunjukkan peran positif pasar modal terhadap perekonomian suatu negara. Dalam kasus Indonesia, kajian-kajian tentang peran pasar modal tersebut juga dilakukan oleh Bagian Riset Ekonomi, Bapepam-LK. Paper ini telah meringkas sebagian hasil dari kajian yang telah dilakukan untuk kurun waktu tiga tahun terakhir dari 2008 s.d. 2010. Kajian tentang penggunaan dana penawaran umum menunjukkan bahwa dana penawaran umum pada umumnya direncanakan untuk akuisisi; selanjutnya dana tersebut direncanakan akan digunakan untuk ekspansi, pembayaran utang dan investasi untuk modal kerja. Sementara itu, dalam kajian tentang biaya pemenuhan prinsip keterbukaan di pasar modal Indonesia, didapatkan hasil bahwa mayoritas emiten dan perusahaan publik yang menjadi responden menilai biaya pemenuhan prinsip keterbukaan pasca penawaran umum tidak memberatkan, berbeda dengan biaya keterbukaan saat penawaran umum yang dianggap cukup memberatkan. Responden pada umumnya juga tidak merasakan kesulitan dalam memenuhi peraturan terkait keterbukaan. Peran pemodal asing dalam pasar modal Indonesia juga cukup signifikan. Hasil kajian tentang identifikasi pemodal asing menunjukkan bahwa pemodal asing yang mendominasi pasar modal Indonesia adalah pemodal lembaga. Walaupun secara kuantitas lebih sedikit dibandingkan pemodal lokal, namun pemodal asing lebih banyak memiliki saham yang bernilai tinggi sehingga dari sisi nilai kepemilikan mereka lebih mendominasi. Pemodal asing tercatat yang banyak berasal dari Amerika Serikat, Inggris, Luxemburg, Jepang dan Kanada. Tema-tema kajian tentang peran pasar modal masih cukup banyak untuk dieksplorasi terutama mengenai hubungan antara pasar modal dengan ekonomi makro, ekonomi riil dan ekonomi mikro.

Referensi

- Andriansyah, B. Pohan & B. Husodo. 2007. Tentang Penyesuain Atas Saham yang Tersedia di Pasar. Kertas Kerja Bagian Riset Ekonomi No 1. Biro Riset dan Teknologi Informasi. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1737979.
- Al-Sharkas, A. 2004. The Dynamic relationship between macroeconomic factors and the Jordanian stock market. *International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies*, Vol 1-1, pp. 97-114
- Aretis, P., and P. Demetriades. 1997. Financial development and economic growth: assessing the evidence. *The Economic Journal* 107: 883-799.
- Atje, R., Jovanovic, B. 1993. Stock markets and development. *European Economic Review* 37: 632-640.
- Bagian Riset Ekonomi. 2007. Pajak Tobin. Briefing Sheet Nomor 4 2007. Biro Riset dan Teknologi Informasi
- Bagian Riset Ekonomi. 2008. Analisis Penurunan IHSG dan Nilai Kepemilikan Asing. Briefing Sheet Nomor 1 2008. Biro Riset dan Teknologi Informasi
- Bahadur, S. & S Neupane. 2006. Stock market and economic development: a causality test. *The Journal of Nepalese Business Studies*, Vol III No. 1, pp 36-44.
- Bapepam-LK. 2008. Identifikasi Pemodal Asing di Pasar Modal Indonesia. Biro Riset dan Teknologi Informasi
- Bapepam-LK. 2009a. Laporan Tahunan 2009.
- Bapepam-LK. 2009b. Studi tentang Potensi Jumlah Perusahaan yang Dapat Melakukan Go Public di Pasar Modal Indonesia. Biro Riset dan Teknologi Informasi.
- Bapepam-LK. 2009c. Studi tentang Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum. Biro Riset dan Teknologi Informasi.
- Bapepam-LK. 2009. Riil Investor di Pasar Modal Indonesia. Biro Riset dan Teknologi Informasi.
- Bapepam-LK. 2010. Studi tentang Biaya Pemenuhan Keterbukaan Informasi di Pasar Modal Indonesia. Biro Riset dan Teknologi Informasi.
- Bursa Efek Jakarta. 2006. Studi tentang Faktor-Faktor yang mempengaruhi Perusahaan untuk Memutuskan Listing di Bursa.
- Caporale, G. M., P.T.G. A. Howells, and A. Soliman. 2004. Stock market development and economic growth: the causal linkage. *Journal of Economic Development* 29: 33-50.
- Carlstrom, C.T., T.S. Fuerst & V.P. Ionnidou. 2002. Stock prices and output growth: an examination of the credit channel. Federal Reserve Bank of Cleveland.
- Cook, S. 2006. Are stock prices and economic activity cointegrated? Evidence from the United States, 1950-2005. *Annals of Financial Economics*, Vol 2, pp 42-56
- Danareksa Research Institute. 2007. Studi tentang Analisa Faktor Pencetus Voluntary Delisting di Pasar Modal Indonesia.
- Demirguc-Kunt & Levine. 1995. Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview. *The World Bank Economic Review* 10, 223-239.

- Fray, M. J. 1997. Financial liberalisation, stock markets and economic development. *The Economic Journal* 107: 754-770 .
- Forster, K. 2005. Stock prices and real economic activity: empirical results for Germany. Deutsche Bank Research Working Paper Series No 20.
- Gan, C., M. Lee, H.H.A Yong & J. Zhang, 2006. Macroeconomic variables and stock market interactions: New Zealand evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol 3 Issues 4, 89-101.
- Gill, D. and P. Tropper. 1988. Emerging Stock Markets in Developing Countries. *Finance and Development*, December: 28-31.
- Gursoy, C.T, & A. Muslumov. 1998. Stock markets and economic growth. Institute of Social Sciences, Istanbul Technical University working paper.
- Harris, R.D.F., 1997. Stock markets and development: a re-assessment. *European Economic Review* 41, 139-146.
- Harvey, C.R., G. Bekaert, and M.G.P. Garcia. 1995. The Role of Capital Markets in Economic Growth. *Catalyst Monograph Series*, 1995, Catalyst Institute.
- Institute of International Finance. 2009. IIF Research Note: Capital Flows to Emerging Market Economies.
- Kaiser, Johannes, Chmura, Thorsten and Pitz, Thomas, "The Tobin Tax - A Game-Theoretical and an Experimental Approach" (April 4, 2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=936924>.
- Kaplan, M. 2008, The Impact of stock market on real economy activity: evidence from Turkey. *Journal of Applied Science* Vol 8(2), 374-378
- Kung, J.J., A.P. Carverhill, and R.H. McLeod. 2010, Indonesia's stock market: evolving role, growing efficiency. *Bulletin of Indonesian Economic Studies* Vol 46(3), 329-346.
- Levine, R. 1996. Stock markets: a spur to economic growth. *Finance & Development*, March: 7-10.
- Levine, R. 1997a. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35: 688-726.
- Levine, R. 1997b. Stock markets, economic development and capital control liberalization. *Perspective* Vol 3 No 5, Investment Company Institute.
- Levine, R, & S. Zervos, 1998. Stock Markets, Banks and Economic Growth. *The American Economic Literature* June 1998, 537-558.
- Levine, R. 2004. Finance and growth: theory and evidence. *The Handbook of Economic Growth*, Aghion and Durhaf (Eds). Elsevier Science.
- Maysami, R.C., L.C. Howe & M. A. Hamzah, 2004. Relationship between macroeconomic variables and stock market indices: cointegration evidence from stock exchange of Singapore's All-S sector indices. *Jurnal Pengurusan* 24 47-77
- Naughton, T. 1999. The role of stock markets in the Asian-Pacific Region. *Asian Pacific Economic Literature* 22-35.

- Prasentyantoko, A. 2008. Bencana Finansial: Stabilitas sebagai barang publik. Kompas Media Nusantara.
- Shahbaz, M., N. Ahmeed & L. Ali, 2008. Stock market development and economic growth: adrl causality in Pakistan. International Research Journal of Finance and Economics, Issue 14, 182-195
- Singh, A. 1997. Financial liberalisation, stock markets and economic development. The Economic Journal 107: 771-782.
- Singh, K. 1998. Memahami Globalisasi Keuangan: Panduan untuk memperkuat rakyat. Yakoma-PGI, Jakarta.
- Silverstovs, B. & M.H. Duong, 2006. On the role of stock market for real economic activity: evidence for Europe. German Institute for Economic Research Discussion Paper No 5999.

Lampiran I. Total dan Rataan per Emisi Jenis Realisasi Penggunaan Dana Hasil Penawaran Umum (dalam Rp Miliar)

Jenis Penggunaan Dana	IPO Saham	HMETD	Obligasi	Sukuk	Total
Panel 1. Total					
Pembayaran utang	301,91	6.948,45	2.232,65	105,05	9.588,07
Ekspansi	1.806,15	4.502,06	2.694,64	8,00	9.010,86
Divestasi	3.663,69	0,00	0,00	0,00	3.663,69
Investasi pada Aset Tetap	29,75	208,54	0,00	118,85	357,15
Investasi pada Modal Kerja	1.420,80	2.241,24	5.236,68	169,27	9.068,00
Akuisisi	11.556,74	40.113,45	227,47	215,08	52.112,73
R&D dan pengembangan produk	21,00	0,00	0,56	0,00	21,56
Lainnya	0,00	25,00	0,00	0,00	25,00
Panel 2. Rataan Per Emisi					
Pembayaran utang	18,87	277,94	131,33	26,26	154,65
Ekspansi	112,88	180,08	158,51	2,00	145,34
Divestasi	228,98	0,00	0,00	0,00	59,09
Investasi pada Aset Tetap	1,86	8,34	0,00	29,71	5,76
Investasi pada Modal Kerja	88,80	89,65	308,04	42,32	146,26
Akuisisi	722,30	1.604,54	13,38	53,77	840,53
R&D dan pengembangan produk	1,31	0,00	0,03	0,00	0,35
Lainnya	0,00	1,00	0,00	0,00	0,40
Panel 3. Persentase					
Pembayaran utang	1,61%	12,86%	21,48%	17,05%	11,44%
Ekspansi	9,61%	8,33%	25,93%	1,30%	10,75%
Divestasi	19,49%	0,00%	0,00%	0,00%	4,37%
Investasi pada Aset Tetap	0,16%	0,39%	0,00%	19,29%	0,43%
Investasi pada Modal Kerja	7,56%	4,15%	50,39%	27,47%	10,81%
Akuisisi	61,47%	74,23%	2,19%	34,90%	62,15%
R&D dan pengembangan produk	0,11%	0,00%	0,01%	0,00%	0,03%
Lainnya	0,00%	0,05%	0,00%	0,00%	0,03%

(Sumber: Bapepam-LK (2009c), Tabel IV.9 halaman 45)