



Munich Personal RePEc Archive

On Free Float Shares Adjustment

Andriansyah, Andriansyah and Pohan, Basri and Husodo,
Bayu

Ministry of Finance of the Republic of Indonesia

March 2007

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/111505/>
MPRA Paper No. 111505, posted 22 Jan 2022 19:04 UTC

Tentang Penyesuaian Atas Saham Yang Tersedia Di Pasar (*On Free Float Shares Adjustment*)

Andriansyah, Basri Pohan dan Bayu Husodo¹

Kertas Diskusi Bagian Riset Ekonomi, Bapepam-LK, Departemen Keuangan
Maret 2007

Abstract

This discussion paper aims to study the difference between a full market capitalization method and a free-float market capitalization method, and to calculate the correction of the market capitalization on the Jakarta Stock Exchange if the latter method is applied. We also propose selection criteria to define the freely available shares to trade on the market.

Keywords: Free float, Market Capitalization, Indonesia

Tujuan dan Ruang Lingkup Kajian

Tujuan dari kajian ini adalah mempelajari perbedaan metode perhitungan kapitalisasi pasar yang mempergunakan jumlah saham tercatat (*a full market capitalization*) dengan yang mempergunakan jumlah saham yang tersedia di pasar (*a free float market capitalization*). Besarnya koreksi jumlah saham yang tersedia di pasar terhadap perhitungan kapitalisasi pasar juga akan diukur, khususnya perhitungan untuk tanggal 29 Nopember 2006.

Awalnya kajian ini menggunakan data dari *Bloomberg* per tanggal 29 Nopember 2006, namun karena ditemukan ketidaksesuaian dengan total nilai kapitalisasi pasar Bursa Efek Jakarta (BEJ) maka dilakukan konfirmasi langsung ke BEJ.² Perbedaan perhitungan nilai kapitalisasi pasar antara *Bloomberg* dengan BEJ disebabkan karena *Bloomberg* melakukan beberapa penyesuaian seperti tidak memperhitungkan saham-saham yang tidak diperdagangkan dalam jangka waktu lebih dari dua hari. Selain itu, *Bloomberg* juga mempergunakan jumlah saham yang beredar (*outstanding shares*) dan bukan jumlah saham tercatat di BEJ dalam perhitungan nilai kapitalisasi pasar.³ Hasil konfirmasi juga menunjukkan bahwa terdapat beberapa perbedaan seperti pembulatan jumlah saham tercatat dalam jutaan lembar saham dan dua emiten yang harga penutupannya berbeda, sehingga diputuskan untuk menggunakan data jumlah saham tercatat dan harga saham dari BEJ.

Namun demikian, metodologi perhitungan bobot suatu saham terhadap Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) menggunakan metodologi yang digunakan oleh *Bloomberg* yaitu proporsi nilai kapitalisasi pasar individual saham terhadap total nilai kapitalisasi pasar BEJ, khusus untuk saham-saham yang termasuk dalam perhitungan IHSG.⁴ Data nilai kapitalisasi yang digunakan dalam perhitungan IHSG juga berbeda dengan yang dipergunakan dalam perhitungan total nilai kapitalisasi pasar BEJ karena penyesuaian jumlah saham atas faktor yang mempengaruhi harga saham sudah

¹ Kertas kerja ini merupakan hasil kajian internal dan tidak mencerminkan pandangan atau kebijakan resmi dari Bapepam-LK

² Nilai kapitalisasi pasar BEJ menurut perhitungan *Bloomberg* untuk tanggal 29 Nopember 2006 adalah sebesar Rp. 1.104 triliun (dengan *ticker* JCI <Index> DES atau mnemonic Cur_Mkt_Cap), sedang menurut BEJ nilai kapitalisasi adalah Rp. 1.183 triliun (dengan *ticker* JAMCTOTL).

³ *Bloomberg* menggunakan definisi yang berbeda antara jumlah saham tercatat (*listed shares*) (nemonic: Listed_Sh_Out) dan jumlah saham yang beredar (*outstanding shares*) (nemonic: Eqy_Sh_Out). Yang pertama didefinisikan sebagai *the number of publicly tradable shares*, sedangkan yang kedua sebagai *the total current number of shares outstanding obtained from annual, semi-annual, and quarterly reports, Edgar Filings, press release and stock exchanges*. Penulis telah melakukan pengecekan yang menunjukkan bahwa tidak semua saham memiliki jumlah saham yang tercatat sama dengan jumlah saham yang beredar. Data *Bloomberg* menunjukkan jumlah saham tercatat bisa lebih besar atau lebih kecil dari jumlah saham yang beredar.

⁴ Bobot suatu saham terhadap IHSG menurut perhitungan *Bloomberg* dapat dilihat melalui: JCI <Index> MEMB. *Bloomberg* tidak memperhitungkan bobot suatu saham yang tidak diperdagangkan pada hari perdagangan sebelumnya. Untuk tanggal 9 Nopember 2006, terdapat 36 saham yang tidak dihitung dalam perhitungan bobot dalam IHSG. Total nilai kapitalisasi saham yang dilakukan BEJ mencakup 347 saham termasuk saham EXCL, HMSP dan BBNI yang tidak dimasukkan dalam perhitungan IHSG.

dilakukan dalam perhitungan IHSG walaupun saham tersebut belum dicatatkan.⁵

Untuk data jumlah saham yang tersedia di pasar sehingga dapat bebas diperjualbelikan oleh pemodal di bursa (*free floating shares*), digunakan data *Bloomberg*.⁶ Definisi yang digunakan oleh *Bloomberg* adalah "The number of shares available to the public. The figure is calculated by subtracting the shares hold by insiders and those deemed stagnant shareholders from the total shares outstanding that appear on the DES page." Penulis telah mencoba meminta konfirmasi dari BEJ apakah data tersebut sama dengan data *Bloomberg* namun pihak BEJ mengatakan bahwa tidak memiliki data yang *update* dan data yang dimiliki adalah data kepemilikan saham di atas 5% yang didapatkan setiap bulannya dari Emiten dan BAE.

Nilai Kapitalisasi Saham dan Indeks Harga Saham Gabungan

Nilai kapitalisasi pasar, atau sering disebut dengan *market cap*, merupakan ukuran total nilai sebuah perusahaan yang tercatat di Bursa Efek. Secara sederhana, jika seseorang atau suatu pihak ingin membeli seluruh saham suatu perusahaan maka berapa besar dana yang harus dikeluarkan tercerminkan dari nilai kapitalisasi pasar perusahaan tersebut. Nilai kapitalisasi pasar dapat dihitung dengan menggalikan jumlah total saham perusahaan dengan harga pasar yang terbentuk di Bursa Efek dimana perusahaan tersebut mencatatkan sahamnya. Dengan demikian nilai kapitalisasi pasar akan berubah jika terjadi perubahan pada jumlah saham yang tercatat atau perubahan pada harga saham dipasar sekunder.

Jika nilai kapitalisasi pasar untuk semua perusahaan yang tercatat di suatu Bursa Efek dijumlahkan maka akan didapatkan total nilai kapitalisasi pasar di Bursa tersebut. Nilai total kapitalisasi pasar inilah yang sering digunakan untuk menggambarkan berapa besar pasar modal di suatu negara. BEJ misalnya pada tanggal 29 Nopember 2006 mencatat nilai kapitalisasi pasar sekitar sebesar Rp.1.183 triliun yang mencerminkan total seluruh nilai kapitalisasi pasar dari 347 emiten.

IHSG, ataupun indeks lainnya seperti indeks sektoral dan LQ45, yang dipergunakan BEJ juga menggunakan nilai kapitalisasi pasar sebagai dasarnya yaitu dengan menjadikannya sebagai bobot dalam perhitungan indeks tersebut. Hal ini sering disebut sebagai *a market capitalisation weighted index*. IHSG yang diperkenalkan pertama kalinya pada tanggal 1 April 1983 dan mempergunakan nilai dasar yang dihitung pada tanggal 10 Agustus 1982 ditujukan untuk sebuah indikator pergerakan saham di BEJ (BEJ 2004). Walaupun perhitungan indeks gabungan pada umumnya menggunakan rata-rata tertimbang menurut nilai kapitalisasi pasar, terdapat alternatif perhitungan indeks lainnya yaitu rata-rata tertimbang menurut harganya (*price weighted*) yang digunakan oleh sebuah indeks yang mungkin dianggap sebagai indeks paling terkenal di dunia yaitu *Dow Jones Industrial Average* (DJIA).

Dominasi Sebagian Saham dalam IHSG

Saat ini perhitungan IHSG dan total kapitalisasi pasar didominasi oleh saham-saham yang memiliki nilai kapitalisasi individual terbesar di BEJ. Tabel 1 menunjukkan bahwa 10 saham dengan nilai kapitalisasi pasar terbesar mempunyai bobot sebesar 57% dari keseluruhan total kapitalisasi pasar dan perhitungan IHSG. Bobot individu terbesar dipegang oleh PT. Telekomunikasi Indonesia (Telkom) dengan jumlah saham tercatat sebanyak 20.159.999.280 lembar dan harga saham per 29 November 2006 pada level Rp. 9.850 dengan bobot sebesar 18,01%.

Besarnya bobot ini sangat dipengaruhi oleh besarnya jumlah saham tercatat dan tingginya harga saham. Bank Mandiri, misalnya, walaupun mempunyai jumlah saham tercatat yang hampir sama dengan Telkom yaitu sebesar 20.112.940.168 lembar namun karena harga sahamnya 'hanya' sebesar Rp. 2.825, sehingga bobot dalam perhitungan IHSG adalah sebesar 5,15% dan ini termasuk lima saham yang mempunyai pengaruh terbesar. Di lain pihak, International Nickel Indonesia walaupun jumlah saham yang tercatatnya cukup kecil yaitu hanya 993.633.872 lembar, namun karena harga sahamnya yang tinggi yaitu Rp. 27.400 per saham, maka menghasilkan nilai kapitalisasi yang besar yang mencapai 2,47% dari total nilai kapitalisasi saham di BEJ.

Dengan menggunakan nilai dasar per 29 Nopember 2006 sebesar 64.459.042.515.797 dan

⁵ Nilai Kapitalisasi pasar yang digunakan dalam perhitungan IHSG adalah Rp. 1.104 triliun.

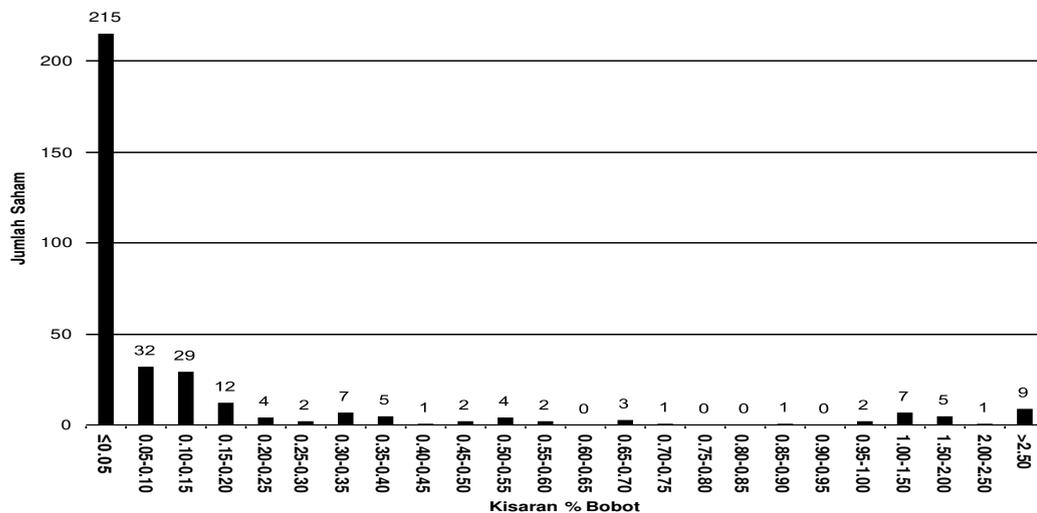
⁶ Nemonic untuk saham *free floating shares* adalah *Eqy_float*.

mengasumsikan faktor lainnya konstan, kenaikan Rp 50 untuk kesepuluh saham tersebut akan menaikkan IHSG antara 0,077 s.d 1,560 poin. Misalnya kenaikan harga Telkom dari Rp. 9.850 menjadi Rp. 9.900 akan menyebabkan IHSG naik dari 1.713,397 menjadi 1.714,961 atau sekitar 0,09%.

Tabel 1. Sepuluh Saham Yang Mempunyai Bobot Terbesar di IHSG (per 29 Nopember 2006)

Saham	Jumlah Saham Tercatat	Harga Saham (Rp)	% Bobot	Kenaikan IHSG terhadap kenaikan Rp. 50 harga saham
Telekomunikasi Indonesia	20.159.999.280	9.850	17,98	1,564
Bank Rakyat Indonesia	12.097.179.950	5.350	5,86	0,939
Bank Central Asia	12.209.745.560	5.250	5,80	0,947
Astra International	4.048.355.314	15.650	5,74	0,314
Bank Mandiri Persero	20.112.940.168	2.825	5,14	1,560
Perusahaan Gas Negara	4.536.382.805	11.000	4,52	0,352
Unilever Indonesia	7.630.000.000	5.850	4,04	0,592
Bank Danamon Indonesia	4.889.068.280	6.250	2,77	0,379
Indosat	5.433.933.500	5.550	2,73	0,422
International Nickel Indonesia	993.633.872	27.400	2,47	0,077

Grafik 1 menyajikan sebaran persentase bobot untuk 344 saham yang diperhitungkan dalam IHSG. Terlihat jelas bahwa mayoritas saham yaitu sebanyak 215 saham (63% dari 344 saham) mempunyai pengaruh yang kecil terhadap IHSG yaitu dengan bobot hanya di bawah 0,05%. Sebaran tersebut juga menunjukkan bahwa 90% saham mempunyai bobot di bawah 0,50%, dan 10% sisanya hanya mencakup 35 saham. Walaupun demikian hanya 22 saham yang memiliki bobot lebih besar dari 1%, dimana 10 diantaranya telah disajikan dalam Tabel 1 memiliki bobot di atas 2%.



Grafik 1. Sebaran Persentase Bobot dalam IHSG

Saham Yang Tercatat dan Saham Yang Tersedia di Pasar

Yang perlu diperhatikan pada perhitungan total nilai kapitalisasi pasar - dan juga IHSG - adalah kenyataan bahwa tidak seluruh saham yang tercatat masuk dalam perhitungan tersebut benar-benar tersedia untuk diperjualbelikan di pasar.

Untuk mengetahui kriteria apakah saham itu tersedia di pasar kita perlu mengenal berbagai karakteristik dari para pemegang saham. Setiap pemegang saham memiliki tujuan yang berbeda-beda ketika menjadi pemilik suatu perusahaan. Sebagian hanya sebagai sarana investasi, baik jangka pendek, jangka menengah atau jangka panjang, dan sebagian lagi memegang untuk memiliki kendali pada perusahaan tersebut (pemegang saham pengendali) atau dengan tujuan lain yang pada dasarnya pihak-pihak ini tidak terlalu terpengaruh secara langsung dengan harga yang terjadi pada pasar sekunder.

Jika dilihat dari berbagai tujuan yang ada pada pemegang saham tersebut maka yang sebenarnya saham

yang tersedia untuk diperjualbelikan adalah hanya terletak pada pemegang saham yang memiliki kepentingan kepemilikan saham sebagai sarana investasi (*freely available for investing public*). Hal ini dikarenakan pemegang saham yang mempunyai kepentingan seperti itu akan sangat sensitif terhadap perubahan harga di pasar sekunder. Jika harga dipasar sudah *overvalued*, maka pemegang saham tersebut akan menjual sahamnya untuk segera merealisasikan keuntungannya. Hal yang berbeda terjadi pada pemegang saham pendiri atau pemerintah atau mitra strategis lainnya yang 'tidak terlalu' peduli dengan apakah harga saham yang dimilikinya *undervalued* (*overvalued*), karena mereka tidak akan melepas (menambah) kepemilikan sahamnya dalam kondisi pasar yang normal.

Saham-saham yang tersedia diperjualbelikan di pasar sekunder inilah yang disebut saham bebas (*free float*). Dengan demikian jika suatu pihak ingin membeli semua saham suatu perusahaan yang tersedia di pasar, maka total uang dibutuhkannya adalah setara dengan nilai kapitalisasi yang berdasarkan jumlah saham yang tersedia untuk diperjualbelikan tersebut, bukannya berdasarkan jumlah saham yang tercatat di bursa.

Keuntungan utama penggunaan saham yang tersedia di pasar dalam perhitungan indeks adalah indeks tersebut benar-benar mencerminkan kemampuan investasi di indeks tersebut (*investability of indices*). Hal ini terutama bermanfaat bagi Reksa Dana Indeks dan ETF. Walaupun di Indonesia baru ada satu Reksa Dana Indeks yaitu Danareksa Indeks Syariah, namun dengan dikeluarkannya peraturan Bapepam dan LK nomor IV.B.3 tentang Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif Yang Unit Penyertaannya Diperdagangkan Di Bursa Efek, kebutuhan akan indeks yang berdasarkan dengan kapitalisasi saham yang tersedia di pasar akan semakin penting. Indeks yang berdasarkan perhitungan jumlah saham yang tersedia untuk diperjualbelikan akan lebih bermanfaat dikarenakan mengurangi kemungkinan dampak kepada proses pembentukan harga terutama bagi saham yang mempunyai jumlah saham yang tersedia di pasar kecil. Selain itu, penggunaan saham yang tersedia di pasar dalam perhitungan indeks dan kapitalisasi pasar sudah menjadi trend global sejak tahun 2000-an sebagaimana ditunjukkan oleh Tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2. Bursa Yang Telah Menggunakan Indeks Berdasarkan Saham Yang Tersedia di Pasar

Bursa	Negara	Nama Index	Tanggal Diperkenalkan
Bombay Stock Exchange	India	BSE-TECK Index	Juli 2001
		BANKEX	Juni 2003
Tokyo Stock Exchange	Jepang	TOPIX FFW	Juli 2004
Shenzhen dan Shanghai	RRC	CSI Free Float	Februari 2006
Hongkong	RRC	Hang Seng FreeFloat Index Series	September 2003
Deutsche Borse	Jerman	DAX	Juni 2002
Euronext Paris	Perancis	CAC 400	Desember 2003
London Stock Exchange	Inggris	FTSE World Index	Juni 2001
New Zealand Exchange	Selandia Baru	NZX50	Maret 2003
		NZX15	Februari 2004
New York Stock Exchange	Amerika Serikat	S&P 500, S&P MidCap 400, S&P SmallCap 600	Maret 2004
-	Dunia	S&P Global 1200	1999
		MSCI World Index	Mei 2002

Definisi Umum Atas Saham Yang Tersedia di Pasar

Kriteria saham yang tersedia di pasar berbeda-beda di antara negara yang telah menerapkan penyesuaian atas saham jenis ini dalam perhitungan indeks maupun kapitalisasi pasar di bursa negara tersebut. Walaupun demikian pada umumnya, jenis saham yang tidak termasuk dalam kategori saham yang tersedia untuk diperjualbelikan pada umumnya terdiri dari: (1) saham yang dikuasai oleh pendiri; (2) saham yang dikuasai oleh orang dalam perusahaan (direksi dan manajemen termasuk serikat pekerja); (3) saham yang dikuasai oleh pemerintah; (4) saham yang dikuasai oleh pihak yang memiliki tujuan untuk mengendalikan perusahaan; (5) saham yang dikuasai oleh perusahaan induknya; (6) saham yang dikuasai oleh perusahaan lain atau pribadi yang memiliki hubungan strategis; dan (7) saham yang telah dikunci (*locked in*) oleh perusahaan yang bersangkutan.

Di Jepang, saham yang tidak termasuk saham yang tersedia di pasar disebut sebagai *fixed shares* dan yang termasuk saham jenis tersebut adalah saham yang dipegang oleh 10 pemegang saham terbesar, saham dalam portepel (*treasury stocks*), saham yang dimiliki oleh direksi perusahaan, dan saham lain yang

dianggap tidak diperdagangkan di pasar. Walaupun demikian, masih dibuka kemungkinan saham-saham tersebut digolongkan sebagai saham yang tersedia di pasar jika didukung dokumen publik.

Dua lembaga keuangan internasional yaitu *Morgan Stanley Capital Internasional* (MSCI) dan *Standard & Poors* (S&P) juga telah menggunakan penyesuaian terhadap saham yang tersedia di pasar dalam perhitungan indeksnya. MSCI tidak menghitung saham yang dipegang oleh pemerintah dan orang dalam perusahaan (MSCI 2005). Sedangkan S&P menggolongkan jenis saham yang tidak tersedia di pasar untuk diperdagangkan menjadi tiga kelompok yaitu (1) saham yang dipegang oleh perusahaan lain, *leveraged buyout groups*, perusahaan venture capital, mitra strategis dan *private equity firms*, (2) saham yang dikuasai oleh pemerintah, dan (3) saham yang dikuasai oleh direksi, pendiri, manajemen, Reksa Dana dan yayasan yang afiliasi dengan perusahaan. Lebih lanjut S&P menghitung total kepemilikan saham tiap kelompok tadi. Jika kepemilikan saham suatu kelompok lebih dari 10% dari jumlah yang tercatat maka saham tersebut akan digolongkan sebagai saham yang tidak bebas diperdagangkan di pasar.

Di Hong Kong, saham yang dikategorikan sebagai saham yang dipegang untuk kepentingan strategis jangka panjang tidak diperhitungkan dalam kapitalisasi pasar dan beberapa indeks yang termasuk dalam keluarga *Hang Seng Freefloat Index Series*⁷ dibagi dalam empat kelompok besar (HKEX 2006). Pertama, saham yang dipegang pemegang saham strategis yang secara individual atau kelompok mengendalikan lebih dari 30% total saham. Kedua, saham yang dikuasai oleh direksi yang secara individual mengendalikan lebih dari 5% total saham. Ketiga, saham yang dimiliki oleh perusahaan lain yang sahamnya juga tercatat di bursa yang sama dengan jumlah saham yang dikendalikan lebih dari 5% total saham dan dipegang sebagai investasi. Keempat, saham yang dikunci yaitu saham yang dimiliki oleh individu atau sekelompok pemodal dengan jumlah lebih dari 5% total saham tercatat dan terikat dengan persetujuan untuk tidak memperdagangkan saham tersebut dimana persetujuan tersebut dinyatakan secara terbuka kepada masyarakat.

Dampak Free Float Adjusted

Untuk melihat dampak terhadap perhitungan kapitalisasi pasar, kajian ini mencoba menggunakan jumlah saham yang tersedia di pasar sesuai dengan definisi dan data dari *Bloomberg*. Metodologi yang digunakan juga sederhana yaitu dengan menggunakan jumlah saham yang tersedia yang sesungguhnya dan tidak melakukan faktorisasi yaitu dengan membulatkan persentase jumlah saham yang tersedia yang sesungguhnya tersebut ke persentase tertentu.

Kajian ini juga hanya mencoba menghitung dampak penyesuaian saham yang tersedia di pasar untuk dalam perhitungan kapitalisasi pasar untuk kasus tanggal 29 Nopember 2006. Dampak perhitungan nilai kapitalisasi pasar untuk periode yang lebih lama (termasuk dampaknya terhadap perhitungan IHSG⁸ perlu dilakukan secara bersama-sama dengan BEJ sebagai pihak yang mempunyai sistem JATS yang diperlukan untuk perhitungan tersebut.

Dengan menggunakan data *Bloomberg* yang dihitung sebagai persentase jumlah saham yang tersedia di pasar dengan jumlah saham yang beredar (yang diasumsikan setara dengan jumlah saham tercatat), Grafik 2 menunjukkan bahwa hanya terdapat 23 saham - dari 347 saham yang diperdagangkan di BEJ - yang sudah lebih besar dari 90% dari jumlah saham yang beredar di bursa yang sudah benar-benar bebas diperjualbelikan.⁹ Secara rata-rata, persentase free-float dari keseluruhan saham adalah sebesar 39,28%.

Dari 23 saham tersebut di atas hanya terdapat 14 saham yang jumlah saham yang tersedia di pasar sama dengan jumlah saham yang beredar (100% *free float*), yaitu Asuransi Jasa Tania, Central

⁷ Indeks Series ini terdiri dari Hang Seng Freefloat Composite Index, Hang Seng HK Freefloat Index, Hang Seng Mainland Freefloat Index, Hang Seng 50, Hang Seng HK 25, Hang Seng Mainland 25.

⁸ Secara teori, IHSG tidak akan terpengaruh karena indeks tidak berubah jika tidak ada kejadian yang terkait dengan harga saham. Namun demikian efek faktorisasi dan minimum persentase jumlah saham yang tercatat dalam penentuan emiten yang dapat dimasukkan ke dalam perhitungan indeks perlu diteliti.

⁹ Penulis menemukan bahwa dalam data *Bloomberg*, jumlah saham yang bebas diperjualbelikan *dapat* lebih besar dari jumlah saham yang tercatat di BEJ. Oleh karena itu persentase *free float* dihitung dengan menggunakan jumlah saham yang beredar yang diperoleh dari *Bloomberg*.

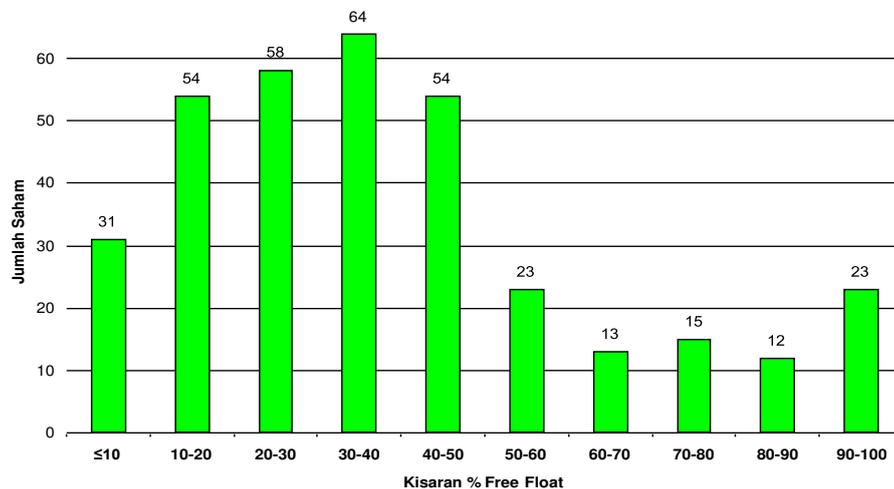
Proteinaprima, Mobile-8 Telecom, Bank Lippo, Mas Murni Indonesia, Hanson International, Bank NISP, Polysindo Eka Perkasa, New Century Development, Bristol-Myers Squibb Indonesia, Toko Gunung Agung, Truba Alam Manunggal Engineering, Wahana Phonix Mandiri, dan Bakrie and Brothers. Sedangkan saham yang persentase *free-float*nya kurang tidak lebih dari 10% berjumlah 31 saham. Dari jumlah tersebut, 7 saham diantara memiliki jumlah saham yang benar-benar *free float* di bawah 5% dari jumlah saham yang tercatat. Saham-saham tersebut beserta persentase *free float*nya adalah Bank Artha Graha Internasional (3,72%), HM Sampoerna (3,00%), Sari Husada (1,33%), Century Textile Industry (1,30%), Bank Negara Indonesia (0,89%), Summitplast Interbenua (0,75%) dan Excelcomindo Pratama (0,17%).

Dengan menggunakan jumlah saham yang tersedia di pasar, total nilai kapitalisasi pasar BEJ pada tanggal 29 Nopember 2006 adalah sebesar sekitar Rp. 466,95 triliun atau hanya sekitar 39,47% dari perhitungan kapitalisasi pasar dengan menggunakan jumlah saham tercatat. Selain itu pengaruh penggunaan jumlah saham yang tersedia di pasar juga terlihat untuk perhitungan *turnover* saham yang diperdagangkan di bursa sebagaimana terlihat dalam Tabel 3. Jika mempergunakan nilai kapitalisasi berdasarkan jumlah saham tercatat, *turnover* saham-saham dalam sub industri retail cenderung bernilai kecil yaitu di bawah 23%. Namun jika digunakan nilai kapitalisasi berdasarkan jumlah saham yang tersedia di pasar maka perhitungan *turnover* cenderung lebih tinggi.

Tabel 3. Turnover Saham Sub Industri Retail Periode Januari – Oktober 2006*)

Saham	Berdasarkan Jumlah Saham Tercatat	Berdasarkan Jumlah Saham Yang Tersedia di Pasar
Matahari Putra Prima	22.97%	66.74%
Ramayana Lestari Sentosa	17.35%	58.57%
Sona Topas Tourism Inds. T	15.87%	63.74%
Rimo Catur Lestari	10.50%	23.86%
Mitra Adiperkasa	8.99%	22.80%
Alfa Retailindo	0.87%	7.91%
Toko Gunung Agung	0.49%	0.49%
Hero Supermarket	0.08%	1.51%
Great River Internasional	0.00%	0.00%
Metro Supermarket Realty	0.00%	0.00%

*) Dihitung sebagai nisbah total nilai perdagangan harian selama periode Januari – Oktober 2006 terhadap kapitalisasi pasar per tanggal 31 Oktober 2006. Berdasarkan perhitungan yang dilakukan oleh Bagian Riset Pasar Modal dan penulis pertama dalam rangka kerja sama dengan *Danareksa Research Institute* untuk menyusun *Issuers Pressure Index*.



Grafik 2. Sebaran Persentase Free Float di BEJ

Usulan Definisi dan Perhitungan Atas Saham Yang Tersedia di Pasar

Sebagaimana disinggung oleh point 6 di atas, dalam kajian menyeluruh atas dampak penyesuaian jumlah saham yang tersedia di pasar dalam perhitungan kapitalisasi pasar dan IHSG diperlukan kerjasama dengan SRO's. Namun demikian, kajian ini mengusulkan suatu definisi dan metode perhitungan jumlah saham yang tersedia di pasar yang dapat diterapkan dalam kajian menyeluruh tersebut.

Dokumen utama yang dapat dijadikan dasar penentuan jenis-jenis saham adalah Daftar Pemegang Saham (DPS) dan Daftar Khusus (DK) sesuai dengan Undang-undang Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas pasal 34 yang mewajibkan setiap perseroan mengadakan dan menyimpan DPS yang memuat keterangan mengenai pemegang saham dan DK yang memuat keterangan mengenai kepemilikan saham anggota Direksi dan Komisaris. Dokumen DPS dan DK ini termasuk dokumen yang wajib dipelihara oleh Biro Administrasi Efek (BAE) dan Emiten sebagaimana dinyatakan dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor X.H.2 tentang Pemeliharaan Dokumen oleh Biro Administrasi Efek dan Emiten Yang Menyelenggarakan Administrasi Efek Sendiri.

Sesuai dengan peraturan Bapepam dan LK Nomor X.H.1 tentang Laporan Administrasi Efek dan Emiten Yang Menyelenggarakan Administrasi Efek Sendiri, rincian nama pemegang saham dalam DPS dan DK tidak termasuk dalam laporan yang wajib disampaikan BAE dan Emiten setiap bulannya kepada Bapepam dan LK. Laporan yang wajib disampaikan berbentuk daftar komposisi pemilik surat Efek yang sudah diringkas berdasarkan status pemilik pemodal, perorangan atau lembaga, domestik atau asing sebagaimana sudah ditentukan dalam Formulir Nomor: X.H.1-3. Sementara itu, Peraturan BEJ Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham Yang Diterbitkan oleh Perusahaan Tercatat juga mensyaratkan *company listing* yaitu perusahaan tercatat wajib mencatatkan seluruh saham yang dikeluarkan dan telah disetor penuh.

Dalam kajian ini diusulkan jenis saham-saham berikut ini yang harus dikeluarkan dari jumlah saham tercatat untuk mendapatkan saham yang tersedia di pasar yaitu:

1. Saham yang dikuasai oleh Pemerintah;
2. Saham yang dikuasai oleh Direktur dan Komisaris
3. Saham yang dikuasai oleh satu pihak yang memiliki 5% atau lebih dari seluruh saham yang disetor *dengan tujuan selain berinvestasi* (termasuk saham yang dimiliki oleh Pemegang Saham Utama dan Pengendali Perusahaan Terbuka);
4. Saham yang telah dikunci (*locked in*) oleh perusahaan yang bersangkutan (termasuk saham yang dimiliki Pendiri); dan
5. Saham emiten lain yang dimiliki oleh suatu emiten yang bergerak bukan dalam bidang usaha investasi (kepemilikan silang (*cross-holding*)).

Saham yang dimiliki Pemerintah (Negara Republik Indonesia) atas suatu emiten (BUMN) pada umumnya dimaksudkan untuk mengendalikan perusahaan tersebut bukan untuk diperdagangkan secara aktif di pasar. Proses penjualan saham kepemilikan Pemerintah atau yang disebut privatisasi atas BUMN juga diharuskan terlebih dahulu disosialisasikan kepada masyarakat serta dikonsultasikan kepada DPR sebagaimana disyaratkan oleh Undang-undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara. Informasi mengenai banyaknya jumlah saham yang dimiliki oleh Pemerintah atas suatu emiten dapat diperoleh dari BEJ.

Peraturan Bapepam dan LK Nomor X.M.1 tentang Keterbukaan Informasi Pemegang Saham Tertentu mensyaratkan bahwa setiap kepemilikan saham oleh Direktur dan Komisaris serta setiap pihak yang memiliki 5% atau lebih saham yang disetor harus dilaporkan kepada Bapepam dan LK selambat-lambatnya dalam waktu 10 hari setelah terjadi transaksi.

Pasal 95 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal menyatakan bahwa Direksi dan Komisaris termasuk orang dalam yang dilarang melakukan pembelian atau penjualan atas saham perusahaannya. Atas alasan ini saham yang dimiliki Direktur dan Komisaris perlu dikeluarkan dari saham yang tersedia di pasar dan tidak dimasukkan dalam perhitungan kapitalisasi pasar dan pembobotan dalam perhitungan indeks.

Kepemilikan 5% atau lebih saham yang disetor belum tertentu mencerminkan bahwa pemodal yang bersangkutan bermaksud untuk mengendalikan suatu perusahaan. Oleh karena itu, yang perlu dikeluarkan hanyalah saham yang dimiliki pemodal dengan tujuan selain investasi. Perbedaan tujuan kepemilikan dimungkinkan untuk diidentifikasi karena dalam pelaporan yang disyaratkan dalam Peraturan X.M.1 harus mencantumkan tujuan dari transaksi. Selain itu, Pemegang Saham Utama¹⁰ dan Pengendali Perusahaan Terbuka¹¹ termasuk dalam pihak yang bermaksud mengendalikan perusahaan sesuai dengan definisi dalam Peraturan Bapapam dan LK Nomor IX.F.1 tentang Penawaran Tender dan Nomor IX.H.1 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka.

Penentuan saham yang telah dikunci (*locked in*) oleh perusahaan yang bersangkutan dapat dilakukan dengan menggunakan definisi sesuai Peraturan Nomor IX.A.6 tentang Pembatasan Atas Saham Yang Diterbitkan Sebelum Penawaran Umum. Dalam peraturan tersebut setiap pihak yang memperoleh saham dari emiten dengan harga dan atau nilai konversi dan atau harga pelaksanaan dibawah harga Penawaran Umum perdana saham dalam jangka waktu 6 (enam) bulan sebelum penyampaian Pernyataan Pendaftaran kepada Bapepam dan LK, dilarang untuk mengalihkan sebagian atau seluruh kepemilikan atas saham tersebut sampai dengan 8 bulan setelah Pernyataan Pendaftaran menjadi Efektif. Termasuk diantaranya adalah saham yang dimiliki sebelum Penawaran Umum adalah saham yang dimiliki oleh Pendiri yang juga tercantum dalam Akte Pendirian.

Saham yang dikunci juga diketahui jika emiten mempunyai program penjatahan untuk karyawan dengan ketentuan bahwa saham tersebut tidak boleh diperjualbelikan dalam jangka waktu tertentu. Saham hasil pelaksanaan ESOP dan MSOP juga harus dikeluarkan dalam perhitungan market kapitalisasi jika disertai dengan ketentuan *locked-in*, jika tidak ada ketentuan yang mengikat maka tidak ada alasan yang membatasi keinginan mereka untuk memperjualbelikan sahamnya kecuali untuk Manajer yang memiliki informasi orang dalam. Secara umum, jika terdapat dokumen resmi yang menyatakan suatu saham tidak boleh diperjualbelikan untuk jangka waktu tertentu, maka saham tersebut tidak termasuk dalam saham yang tersedia di pasar.

Kepemilikan silang dapat mengakibatkan *double counting* dalam perhitungan kapitalisasi pasar. Hal ini dapat terjadi jika sebuah Perusahaan Terbuka memiliki saham Perusahaan Terbuka lainnya. Kepemilikan yang seperti ini harus disesuaikan terlebih dahulu. Contoh perhitungannya: sebuah PT ABC Tbk. memiliki 4% saham PT DEF Tbk., maka dalam perhitungan nilai kapitalisasi pasar dengan menggunakan saham yang beredar di pasar, seluruh saham PT DEF Tbk yang dimiliki PT ABC Tbk harus dikeluarkan dari perhitungan. *Double counting* terjadi terutama karena adanya distorsi penilaian atas saham PT DEF Tbk yang juga dimiliki oleh PT ABC Tbk.

Penentuan jumlah saham yang tersedia di pasar dilakukan secara periodik. Kajian ini mengusulkan periode setiap 6 bulan. Faktorisasi persentase jumlah saham yang tersedia di pasar ke pembulatan tertentu dapat juga dipertimbangkan, termasuk penentuan apakah suatu saham yang memiliki persentase jumlah saham yang tersedia tertentu tidak dimasukkan dalam perhitungan indeks.

Detail rumus perhitungan IHSG dan Nilai Kapitalisasi Pasar dengan mempergunakan jumlah saham tercatat (*a full market capitalization*) dan jumlah saham yang tersedia di pasar (*a free float market capitalization*) disajikan dalam Lampiran 1. Keuntungan dan kerugian penggunaan jumlah saham yang tersedia di pasar disajikan dalam sebuah tabel dalam Lampiran 2.

Penutup

Perhitungan IHSG saat ini didominasi oleh saham-saham yang berkapitalisasi besar. Data per 29 Nopember 2006 menunjukkan bahwa sepuluh saham dengan nilai kapitalisasi terbesar mendominasi perhitungan IHSG dengan bobot 57%. Sementara itu, mayoritas saham lainnya yang berjumlah 215 saham (63% dari 344 saham) hanya mempunyai bobot dalam IHSG di bawah 0,05%.

¹⁰ Pihak yang baik secara langsung maupun tidak langsung memiliki sekurangnya-kurangnya 20% hak suara dari seluruh saham yang mempunyai hak suara yang dikeluarkan oleh suatu emiten.

¹¹ Pihak yang memiliki minimal saham 25% atau lebih atau pihak yang mempunyai kemampuan, baik langsung maupun tidak langsung untuk mengendalikan emiten dengan cara menentukan diangkat dan diberhENTikannya direksi atau komisaris, atau melakukan perubahan anggaran dasar, (termasuk pemegang saham dengan hak istimewa).

Penyesuaian perhitungan kapitalisasi pasar dengan menggunakan jumlah saham yang tersedia di pasar menyebabkan koreksi yang cukup signifikan yaitu sebesar 39,47% dari perhitungan kapitalisasi pasar dengan menggunakan jumlah saham tercatat. Perhitungan dengan menggunakan jumlah saham yang tersedia di pasar untuk tanggal 29 Nopember 2006 adalah Rp. 466,95 triliun, jauh lebih kecil jika dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar yang diumumkan BEJ yaitu sebesar Rp. 1.182,94 triliun. Perhitungan *turnover* saham juga dipengaruhi oleh penyesuaian jumlah saham yang tersedia di pasar, dimana untuk saham-saham dalam sub industri retail cenderung mempunyai *turnover* yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan tanpa penyesuaian.

Penggunaan perhitungan nilai kapitalisasi pasar dan indeks dengan penyesuaian atas jumlah saham yang tersedia di pasar sudah lama digunakan di bursa-bursa lain di dunia. Walaupun demikian, terdapat beberapa perbedaan tentang kriteria dan perhitungan saham yang tersedia di pasar. Penerapannya di Indonesia perlu dicoba untuk melihat sejauhmana koreksi terhadap penyesuaian jumlah saham yang tersedia di pasar.

Kajian menyeluruh atas dampak penyesuaian jumlah saham yang tersedia di pasar dalam perhitungan kapitalisasi pasar dan IHSG diperlukan kerjasama dengan SRO's. Yang pertama yang perlu dilakukan adalah pendefinisian dan perhitungan jumlah saham yang tersedia tersebut perlu diperjelas untuk pasar modal Indonesia. Kajian ini mengusulkan kriteria penentuan saham yang tidak termasuk dalam saham yang tersedia di pasar yaitu saham yang dikuasai oleh Pemerintah, Direktur, Komisaris dan pihak yang memiliki 5% atau lebih dari seluruh saham yang disetor *dengan tujuan selain berinvestasi*, saham yang telah dikunci oleh perusahaan yang bersangkutan, dan saham dengan kepemilikan silang.

Banyak hal yang menarik untuk dikaji berkaitan dengan saham yang tersedia di pasar antara lain yaitu:

- 1) Hubungan antara jumlah saham yang tersedia di pasar dengan kerentanan saham tersebut untuk dimanipulasi seperti yang terjadi untuk saham BNI;
- 2) Pendefinisian perusahaan terbuka dan kaitannya dengan jumlah saham yang dimiliki masyarakat yang tercermin dari jumlah pasar yang tersedia di pasar. Apakah perusahaan yang hanya melepas saham di pasar lebih kecil dari 1% bisa disebut perusahaan publik? Masih terkait dengan hal di atas adalah kemungkinan diperlukan batasan jumlah saham yang harus tersedia di pasar dalam proses penawaran umum;
- 3) Hubungan antara kecenderungan *going private* yang terjadi belakangan ini seperti kasus Sari Husada dan Darya Varia dengan jumlah saham yang tersedia di pasar. Penciptaan *exit barrier* melalui batasan minimum jumlah saham tersedia di pasar akan terjadi melalui mekanisme 'biaya tinggi' yang akan dihadapi oleh suatu emiten atau perusahaan publik karena harus membeli sejumlah besar saham yang beredar di masyarakat dalam harga premium. Hal ini juga akan memberi pesan yang jelas kepada calon emiten atau perusahaan publik untuk tidak 'setengah-setengah' jika ingin masuk ke pasar modal.

Referensi

BEJ. 2004. *Buku Panduan Indeks BEJ*. Edisi Enam. Jakarta, PT. Bursa Efek Jakarta.

MSCI. 2005. *MSCI Standard Index Series May 2005 Annual Full Country Index Review*. Morgan Stanley Capital International.

HKEX. 2006 *Fact Book 2005*. The Stock Exchange of Hong Kong Limited

LAMPIRAN 1. Perhitungan IHSG dan Nilai Kapitalisasi Pasar Dengan Mempergunakan Jumlah Saham Tercatat dan Jumlah Saham Yang Tersedia di Pasar

$$IHSG_t = \frac{MC_t}{MC_0} \times 100 = \frac{\sum (N_{it} \times P_{it})}{\sum (N_{i0} \times P_{i0})} \times 100 \quad [1]$$

dimana

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada waktu t ;

MC_t = Nilai Kapitalisasi Pasar pada waktu t ;

N_{it} = jumlah saham yang tercatat untuk perusahaan tercatat i pada waktu t ;

P_{i0} = Harga penutupan di pasar sekunder untuk perusahaan tercatat i pada waktu t ;

$t = 0$ adalah hari dasar yaitu pada tanggal 10 Agustus 1982 dan MC_0 kadang disebut juga dengan Nilai Dasar

$$IHSG_t^* = \frac{MC_t^*}{MC_0^*} \times 100 = \frac{\sum (N_{it}^* \times P_{it})}{\sum (N_{i0}^* \times P_{i0})} \times 100 \quad [2]$$

$IHSG_t^*$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada waktu t dengan *Free Float Adjustment*;

MC_t^* = Nilai Kapitalisasi Pasar pada waktu t dengan *Free Float Adjustment*;

N_{it}^* = Jumlah saham yang tersedia di pasar untuk perusahaan tercatat i pada waktu t ;

$$N_{it}^* = N_{it} - N_{it}^{**} \quad [3]$$

N_{it}^{**} = Jumlah saham yang termasuk dalam kategori pada angka 7.5

LAMPIRAN 2. Tabel Keuntungan dan Kerugian Penggunaan Jumlah Saham Yang Tersedia di Pasar

Keuntungan	Kerugian
Lebih mencerminkan jumlah saham yang tersedia di pasar sehingga perhitungan IHSG dan Nilai Kapitalisasi Pasar menjadi lebih realistis, terutama untuk dijadikan <i>benchmark</i> portofolio	Nilai Kapitalisasi Pasar akan menjadi lebih rendah
Lebih dapat dibandingkan dengan Bursa Internasional karena cara perhitungan yang telah sama	IHSG sudah menjadi salah satu indikator utama perekonomian Indonesia dan juga telah dijadikan <i>benchmark</i> oleh pemodal, penyesuaian atas jumlah saham yang tersedia di pasar mungkin akan menimbulkan 'goncangan'
Mencerminkan kemampuan investasi di indeks tersebut (<i>investability of indicies</i>)	Berdampak pada <i>passive funds</i> terutama <i>index funds</i> yang harus menyesuaikan portofolionya sesuai dengan bobot yang baru
Dapat melihat kecenderungan perusahaan-perusahaan yang berkeinginan <i>going private</i> lebih awal jika saham yang tersedia di pasar terlalu sedikit.	Penjualan saham yang sebelumnya tidak termasuk dalam kategori <i>free-float shares</i> ke pasar, akan mendapat respon yang berlebihan dari pemegang saham yang lainnya (seperti kasus saham PGAS)
Penerapan <i>free float</i> pada saham individu akan lebih memberikan gambaran bagi pengawas transaksi jika <u>saham yang tersedia di pasar terjadi manipulasi</u>	