

Alternatif Perhitungan Indeks Harga Saham: *Free-float Shares Index*

Rahman Untung

Abstract

Market value-weighted is currently the most widely adopted method in calculating stock exchange index. Besides its value bias weakness, the method fails to count in the trading liquidity factor i.e. quantity supply of stocks. Since most of publicly listed companies in Jakarta Stock Exchange (JSX) are controlled by founders/majority shareholders, the liquidity factor should be included in stock index calculation in order to enhance the representation of index as a stock exchange performance measurement. The free-float shares index is introduced as an alternative to calculate index. This paper explores the advantages and limitations of the implementation and also compares the two methods of index calculation of 50 JSX biggest market capitalization shares.

Keywords ; stock market index, capital market, free-float shares, Jakarta Stock Exchange, trading liquidity

Jika metode umum perhitungan indeks harga saham secara lengkap telah dibahas pada edisi lalu majalah ini. Bursa Efek Jakarta (BEJ) mengadopsi metode *market value weighted* dalam perhitungan indeks harga saham sebagai indikator perkembangan perdagangan saham di bursa. Metode tersebut memberikan bobot yang lebih tinggi kepada saham perusahaan yang memiliki harga tinggi dan atau jumlah saham tercatat di bursa yang besar. Satu kelemahan mendasar yang sering disebut dari metode *market value weighted* adalah kecondongan (*bias*) perhitungan indeks terhadap pergerakan harga saham dengan jumlah saham tercatat yang besar.

Sebagai contoh, PT Telkom Tbk. dengan jumlah saham tercatat 20,16 miliar saham merupakan saham berkapitalisasi

pasar terbesar di BEJ dengan total kapitalisasi pasar Rp124,99 triliun (mengacu kepada harga penutupan tanggal 13 Januari 2005). Pada saat yang sama total kapitalisasi pasar saham BEJ Rp806,27 triliun sehingga saham Telkom memiliki bobot 15,5% terhadap IHSG BEJ. Jika harga saham Telkom pada tanggal tersebut naik 1 poin (Rp50) per lembarnya dari Rp6.200 menjadi Rp6.250, maka IHSG BEJ akan naik sebesar 1,563 poin dari 1.250,427 menjadi 1.251,990. Bandingkan misalnya dengan saham Hero yang memiliki harga penutupan Rp6.050 dan jumlah saham tercatat 329,42 juta lembar. Perubahan harga yang sama dari saham Hero hanya akan meningkatkan IHSG BEJ sebesar 0,026 poin dari 1.250,427 menjadi 1.250,453.

Terlepas dari kelemahan *bias* di atas, metode *market value weighted* merupakan metode yang paling banyak digunakan dengan dasar pemikiran bahwa nilai kapitalisasi pasar dari saham di bursa

menggambarkan perkembangan dari bursa saham tersebut. Jumlah saham yang dijadikan dasar perhitungan umumnya didasarkan kepada jumlah saham yang tercatat di bursa yang berkaitan.

Jika ditelaah lebih jauh maka akan timbul pertanyaan apakah jumlah saham yang tercatat di bursa mencerminkan keadaan pasar yang sesungguhnya? Kembali ke definisi mendasar dari pasar dimana merupakan tempat transaksi jual-beli, maka dalam konteks bursa saham komoditinya adalah saham-saham dari perusahaan yang tercatat di bursa. Seperti diketahui bersama sebagian besar perusahaan tercatat di BEJ masih dimiliki oleh pemegang saham pendiri (*founder*) atau pengendali/mayoritas yang umumnya tidak memperdagangkan saham yang dimilikinya secara aktif di bursa. Dengan demikian, perkembangan perdagangan bursa saham yang coba dicerminkan melalui kapitalisasi pasar memiliki satu kelemahan mendasar yakni jumlah saham tercatat yang digunakan tidak mencerminkan pasokan saham yang tersedia di bursa. Selama pemegang saham pengendali tidak melepas sahamnya ke bursa, maka investor yang berdagang di bursa hanya dapat melakukan transaksi atas saham yang dimiliki oleh investor non-pengendali atau saham yang aktif diperjualbelikan yang dikenal dengan istilah *free-float shares*. Oleh karenanya, penggunaan jumlah *free-float shares* sebagai dasar pembobotan lebih tepat menggambarkan perkembangan perdagangan saham di bursa dibandingkan dengan penggunaan jumlah saham tercatat semata.

Disamping itu, pembobotan dengan jumlah *free-float shares* akan secara tidak langsung mengikutsertakan faktor likuiditas saham ke dalam perhitungan IHSG mengingat salah satu faktor yang

Rahman Untung, Staf Pengajar FEUI

mempengaruhi tingkat likuiditas saham adalah besarnya jumlah saham beredar yang mengambang (*free-float shares*), yang memiliki kemungkinan untuk diperjual-belikan di bursa saham. Sebagai contoh, harga saham-saham berkapitalisasi besar selayaknya lebih stabil daripada harga saham-saham berkapitalisasi kecil. Namun satu saham yang berkapitalisasi lebih besar dengan jumlah *free-float shares* yang lebih rendah akan menunjukkan pola pergerakan kisaran harga yang lebih fluktuatif dibandingkan dengan pergerakan saham berkapitalisasi lebih kecil dengan jumlah *free-float shares* yang lebih tinggi karena *supply* saham di bursa lebih terbatas.

Pergerakan IHSG *free-float shares* (IHSG-FFS) selayaknya akan memberikan gambaran yang lebih baik dari IHSG berdasarkan jumlah saham tercatat. Dalam penerapan perhitungan IHSG-FFS BEJ, jumlah *free-float shares* dapat diperoleh dengan mengurangi jumlah saham tetap (*fixed shares*) suatu emiten dari jumlah saham tercatatnya di BEJ. *Fixed shares* dengan demikian merupakan saham yang tidak berpotensi diperdagangkan secara aktif yang terdiri dari saham yang dimiliki oleh pemegang saham pendiri, pengendali, mayoritas, afiliasi ataupun institusi yang merupakan investor jangka panjang.

Kendala penerapan IHSG-FFS

Kesulitan yang timbul dari penerapan IHSG-FFS adalah cara penentuan jumlah *fixed shares* karena informasi mengenai jumlah *fixed shares* dan *free-float shares* tidak tersedia dan walaupun tersedia biasanya tidak sempurna. Dengan demikian, Otoritas Bursa harus mengadopsi suatu mekanisme/standar untuk estimasi mengenai banyaknya jumlah *fixed shares* dari suatu emiten agar *free-float shares* IHSG dapat dijalankan. Disamping itu, jumlah *fixed shares* dimungkinkan mengalami perubahan dari waktu ke waktu sehingga Otoritas Bursa mendapat kerja tambahan berupa monitoring secara berkala mengenai informasi dimaksud.

Kriteria penentuan *fixed shares*

Penetapan kriteria *fixed shares* tentunya akan mengundang kontroversi karena sulitnya menemukan definisi dan

batasan mengenai apakah saham yang dimiliki satu investor termasuk kategori *fixed shares* atau *free-float shares*. Namun dapat digunakan satu prinsip bahwa saham dikategorikan sebagai *fixed shares* jika investor yang memiliki saham tersebut tidak memiliki kebebasan untuk menjual sahamnya. Salah satu contoh cara penerapannya, Otoritas Bursa dengan menggunakan daftar pemegang saham menurut pemilikan terbesar dapat menganalisa dan memuluskan kategori saham yang dimiliki oleh para pemegang saham dikategorikan sebagai *fixed* atau *free-float shares* berdasarkan prinsip di atas.

Pengkategorian terhadap saham sesuai daftar di atas dapat dilakukan hingga katakanlah minimal 90% dari seluruh saham tercatat dapat diidentifikasi. Penentuan persentase tentunya merupakan hak dari Otoritas Bursa dengan memperhatikan kondisi lapangan. Bobot *free-float shares* yang digunakan tentunya fleksible dalam artian bobot ditinjau ulang secara berkala (misalnya setiap enam bulan) dan dapat disesuaikan jika ada perubahan jumlah *fixed shares* dan *free-float shares* dari suatu emiten.

Adapun cara / mekanisme yang diambil tidak menjadi *issue* utama asalkan cara tersebut diimplementasikan secara konsisten terhadap saham dari seluruh industri dan proses penyesuaian dilakukan secara transparan.

Keunggulan *free-float shares* IHSG

Walaupun penerapan *free-float shares* IHSG memiliki beberapa kendala seperti penentuan kategori *fixed shares* dan *free-float shares*, namun *free-float shares* IHSG akan memberikan kontribusi positif bagi perkembangan bursa saham.

Pertama, *free-float shares* IHSG lebih mencerminkan pergerakan arah bursa saham karena yang dijadikan bobot untuk membentuk IHSG adalah jumlah saham yang berpotensi diperjualbelikan di bursa saham dan bukan semata-mata jumlah saham tercatatnya. Jumlah saham tercatat yang besar tidak otomatis memudahkan investor melakukan perdagangan jika jumlah *free-float shares* rendah. Kedua, faktor likuiditas dari suatu saham yang selama ini tidak dicerminkan dalam pembobotan IHSG BEJ setidaknya menjadi ikut diperhitungkan dalam *free-*

float shares IHSG melalui pembobotannya. Terakhir dan merupakan alasan terpenting, *free-float shares* IHSG diharapkan akan mendorong para emiten untuk mengupayakan peningkatan jumlah *free-float shares* yang akan mendorong peningkatan porsi saham publik.

Peningkatan porsi saham publik merupakan salah satu ukuran keberhasilan bursa saham dalam menjalankan fungsinya sebagai alternatif sarana investasi bagi investor dan sarana pembiayaan bagi emiten. Disamping itu, tingginya porsi saham publik diharapkan akan mendorong peningkatan transparansi dan akuntabilitas (*good corporate governance*) dari emiten yang merupakan satu faktor penting dimata investor asing dalam keputusan investasinya. Dengan peningkatan transparansi dan akuntabilitas dari emiten di BEJ maka investor asing akan lebih tertarik untuk menanamkan modalnya di Indonesia melalui pembelian saham di BEJ.

Sebagai catatan, cara pembobotan IHSG berdasarkan *free-float shares* ini telah dilakukan di beberapa bursa saham di Eropa, terutama Jerman dan Inggris serta saat ini sedang dalam proses adopsi oleh Bursa Saham Tokyo.

Ilustrasi penerapan di BEJ

Untuk memberikan gambaran mengenai dampak dari penerapan *free-float shares index* terhadap IHSG BEJ, Tabel 1 berikut menyajikan data 50 saham berkapitalisasi terbesar per tanggal 30 September 2005. Pemilihan tanggal semata-mata untuk memudahkan pengolahan data terutama untuk penentuan jumlah *free-float shares* mengingat tanggal tersebut merupakan tanggal laporan keuangan kuartal ketiga yang wajib disampaikan oleh para emiten ke BEJ. Sedangkan jumlah 50 saham dianggap cukup mewakili karena sudah mencakup 82% dari total kapitalisasi pasar saat itu.

Dari tabel terlihat dominasi saham perbankan yang mencapai 30% dari total kapitalisasi pasar di atas. Hal ini dirasakan kurang sesuai dengan kenyataan dimana saham bank-bank tersebut sebagian besar sudah dikuasai oleh investor pengendali sehingga likuiditas perdagangan beberapa saham perbankan di atas rendah seperti Bank BNI yang

Tabel 1. Daftar 50 saham dengan kapitalisasi pasar terbesar per 30 September 2005

No.	Kode	Nama	Harga per perusahaan	Jumlah saham	Kapitalisasi pasar	Persentase
1	TLKM	Telekomunikasi	5,350	20,159,999,280	107,856	17.71%
2	BBCA	Bank Central Asia	3,450	12,200,126,060	42,090	6.91%
3	ASII	Astra International	9,750	4,048,355,314	39,471	6.48%
4	BBRI	Bank Rakyat Indonesia	2,700	11,761,384,950	31,756	5.22%
5	UNVR	Unilever Indonesia	4,075	7,630,000,000	31,092	5.11%
6	BMRI	Bank Mandiri	1,450	20,032,507,750	29,047	4.77%
7	ISAT	Indosat Tbk	5,300	5,324,611,000	28,221	4.64%
8	GGRM	Gudang Garam Tbk	10,900	1,924,088,000	20,973	3.44%
9	BNNI	Bank Negara Indonesia	1,560	13,148,870,526	20,512	3.37%
10	BDMN	Bank Danamon Tbk	4,025	4,870,231,280	19,603	3.22%
11	PGAS	Perusahaan Gas Negara	4,175	4,479,076,805	18,700	3.07%
12	BUMI	Bumi Resources Tbk	900	18,404,000,000	17,464	2.87%
13	INCO	International Nikel	15,500	993,633,872	15,401	2.53%
14	MEDC	Medco Energi	3,625	3,332,451,450	12,080	1.98%
15	UNTR	United Tractors Tbk	3,875	2,851,609,100	11,050	1.81%
16	SMGR	Semen Gresik	18,200	593,152,000	10,795	1.77%
17	INTP	Indocement Tungal	2,900	3,681,231,699	10,676	1.75%
18	AAUJ	Astra Agro Lestari	5,125	1,574,745,000	8,071	1.33%
19	PNBN	Bank Pan Indonesia	485	15,890,433,573	7,707	1.27%
20	BNII	Bank International Ind	160	47,383,772,768	7,581	1.25%
21	ENRG	Energi Mega Persada	790	9,491,445,177	7,498	1.23%
22	KLBF	Kabe Farma Tbk	850	8,121,600,000	6,903	1.13%
23	INDF	Indofood Sukses Makmur	730	9,444,189,000	6,894	1.13%
24	SHDA	Sari Husada Tbk	3,350	1,973,520,000	6,611	1.09%
25	LPBN	Bank Lippo Tbk	1,540	3,876,575,709	5,970	0.98%
26	RALS	Ramayana Lestari	780	7,032,000,000	5,485	0.90%
27	BBAI	Bank Buana	940	5,708,580,237	5,366	0.80%
28	ANTM	Aneka Tambang	2,725	1,907,691,950	5,198	0.85%
29	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper	920	5,470,982,941	5,033	0.83%
30	LPIK	Lippo Karawaci Tbk	1,630	2,932,849,570	4,781	0.79%
31	BNLI	Bank Permata Tbk	590	7,665,694,664	4,523	0.74%
32	BNGA	Bank Niaga Tbk	385	11,734,653,974	4,519	0.74%
33	BLTA	Berlian Laju Tanker	890	4,156,608,996	3,639	0.61%
34	NISP	Bank NISP Tbk	900	4,092,639,628	3,683	0.60%
35	PTBA	Tambang Batu bara	1,630	2,259,566,250	3,683	0.60%
36	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi	2,725	1,335,702,240	3,640	0.60%
37	SMCB	Semen Cibinong Tbk	460	7,662,900,000	3,525	0.58%
38	LSIP	PP London Sumatera	2,525	1,095,229,293	2,765	0.45%
39	TSPC	Tempo Scan Pacific	6,000	450,000,000	2,700	0.44%
40	BNBR	Bakrie & Brothers	100	28,970,278,400	2,697	0.44%
41	BMTR	Bimantara Citra Tbk	2,000	1,296,848,290	2,594	0.43%
42	SMAR	SMART Tbk	900	2,872,193,366	2,585	0.42%
43	FASW	Fajar Surya Wisesa	1,020	2,477,808,787	2,527	0.42%
44	MEGA	Bank Mega Tbk	1,790	1,411,134,755	2,526	0.41%
45	AUTO	Astra Otoparts Tbk	3,150	771,157,280	2,429	0.40%
46	DOID	Oasyu Orchid	680	3,395,205,930	2,309	0.38%
47	MPPA	Matahari Putra Prima	840	2,705,994,000	2,273	0.37%
48	ADMF	Adira Dinamika	2,100	1,000,000,000	2,100	0.34%
49	PNLF	Panin Life Tbk	175	11,982,506,676	2,097	0.34%
50	DNKS	Dankos Laboratories	1,170	1,786,050,900	2,090	0.34%
		Total kapitalisasi			608,851	100%

merupakan perusahaan dengan kapitalisasi pasar nomor sembilan tertinggi dan Lippobank.

Berdasarkan uraian sebelumnya mengenai kriteria penentuan *fixed shares*, berikut disajikan ulang data dari tabel 1 dengan pembobotan didasarkan pada jumlah *free-float shares*.

Dominasi saham perbankan menurun menjadi 25% dari total kapitalisasi 50 saham terbesar jika diterapkan pembobotan berdasarkan *free-float shares* sebagaimana disajikan pada label 2. Perubahan peringkat yang signifikan terjadi atas Bank BNI dimana sebelumnya berada pada posisi sembilan menjadi posisi empat puluh sembilan. Perubahan rangking tersebut secara nyata lebih memberikan gambaran mengenai perdagangan yang terjadi di BEJ. Demikian juga dengan saham Unilever yang relatif kurang likuid di bursa. Unilever yang sebelumnya berada pada peringkat lima, menduduki peringkat ke sebelas dalam IHSG-FFS mengingat hanya 15% dari total jumlah sahamnya yang mengambang.

Penerapan *free-float shares index* ini juga akan memberikan jalan tengah mengenai kontroversi masuk/tidaknya saham HM Sampoema dan Excelcomindo dalam penentuan IHSG BEJ. Jika tidak disertakan dalam IHSG BEJ, pada kenyataannya kedua saham tersebut diperdagangkan di BEJ. Jika disertakan dianggap kurang tepat karena jumlah saham porsi publiknya sangat rendah (di bawah 5%). Dengan IHSG-FFS maka kedua saham tersebut akan tetap dimasukkan sebagai komponen dalam IHSG namun diberikan bobot sesuai dengan jumlah *free-float shares*-nya masing-masing.

Ilustrasi di atas hanya semata-mata dimaksudkan untuk memberikan gambaran awal mengingat pembobotan akan sangat tergantung pada ketepatan penentuan *fixed shares* dari saham tercatat dari tiap emiten.

Penutup

Penerapan *free-float shares* IHSG oleh BEJ patut dipertimbangkan mengingat manfaat-manfaatnya dibandingkan perhitungan IHSG saat ini. Saat ini, *free-float shares* IHSG belum diadopsi oleh Bursa Saham di Kawasan Asia Tenggara

sehingga jika BEJ lebih dulu mengadopsinya maka BEJ menjadi *trend setter* bagi Bursa Saham – Bursa Saham regional lainnya.

Last but not the least, sekiranya BEJ berencana mengadopsi *free-float shares* IHSG maka para pelaku pasar modal dan masyarakat luas hendaknya diundang untuk memberi masukan / pendapat atas proposal yang diajukan disamping memberikan waktu transisi agar perhitungan indeks ini dapat tersosialisasikan dengan baik. **U**

Daftar Pustaka

Bodie, A. Kane and A. Marcus, "Investments", 2002, Fifth Edition, Irwin McGraw Hill, Singapore.

Frensidy, Budl, "Metode penghitungan Indeks Pasar Saham", Manajemen Usahawan Indonesia edisi Januari 2006.

Jones, C.P. "Investment: Analysis and Management", 2002, Eight Edition, John Wiley & Sons, Inc. New York, NY.

Relly, Frank K. and Keith C. Brown, "Investment Analysis and Portfolio Management", 2003, Seventh Edition, South-Western.

<http://www.jsx.co.id>

<http://www.tse.or.jp>

<http://finance.yahoo.com>

Tabel 2. Daftar 50 saham dengan kapitalisasi pasar terbesar per 30 September 2005 menggunakan pembobotan berdasarkan *free-float shares*.

No.	Kode	Nama	Jumlah saham	Kapitalisasi pasar	%
1	TLKM	Telekomunikasi	9,839,528,568	52,641	23.46%
2	BBCA	Bank Central Asia	5,894,116,060	20,335	9.06%
3	ASII	Astra International	2,020,669,310	19,702	8.78%
4	BBRI	Bank Rakyat Indonesia	4,761,384,951	12,856	5.73%
5	ISAT	Indosat Tbk	2,376,936,001	12,598	5.61%
6	BUMI	Bumi Resources Tbk	12,122,869,222	10,911	4.86%
7	BMRI	Bank Mandiri	6,032,507,751	8,747	3.90%
8	PGAS	Perusahaan Gas Negara	1,786,331,500	7,458	3.32%
9	GGRM	Gudang Garam Tbk	638,768,000	6,963	3.10%
10	MEDC	Medco Energi	1,636,529,865	5,932	2.64%
11	UNVR	Unilever Indonesia	1,145,122,500	4,666	2.08%
12	UNTR	United Tractors Tbk	1,196,865,775	4,638	2.07%
13	BDMN	Bank Danamon Tbk	827,842,197	3,332	1.48%
14	KLBF	Kalbe Farma Tbk	3,845,194,808	3,268	1.46%
15	INDF	Indofood Sukses Makmur	4,133,985,550	3,018	1.34%
16	LPKR	Lippo Karawaci Tbk	1,843,189,867	3,004	1.34%
17	INCO	International Nikel	189,876,908	2,943	1.31%
18	ENRG	Energi Mega Persada	3,608,734,453	2,851	1.27%
19	BNII	Bank International Ind	17,563,566,768	2,810	1.25%
20	SMGR	Semen Gresik	139,171,400	2,533	1.13%
21	INKP	Indah Kiat Pulp & Paper	2,586,510,853	2,380	1.06%
22	INTP	Indocement Tunggul	803,515,602	2,330	1.04%
23	BNBR	Bakrie & Brothers	22,394,620,698	2,239	1.00%
24	PNBN	Bank Pan Indonesia	4,454,612,836	2,160	0.96%
25	BLTA	Berlian Laju Tanker	2,271,072,204	2,021	0.90%
26	RALS	Ramayana Lestari	2,547,000,000	1,987	0.89%
27	AAUJ	Astra Agro Lestari	319,913,912	1,640	0.73%
28	SHDA	Sari Husada Tbk	450,753,430	1,510	0.67%
29	BBIA	Bank Buana	1,566,035,612	1,472	0.66%
30	BNGA	Bank Niaga Tbk	3,613,828,379	1,391	0.62%
31	ANTM	Aneka Tambang	495,835,450	1,351	0.60%
32	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi	489,522,873	1,334	0.59%
33	PTBA	Tambang Batubara	761,478,751	1,241	0.55%
34	MEGA	Bank Mega Tbk	594,672,119	1,064	0.47%
35	TSPC	Tempo Scan Pacific	151,518,200	909	0.41%
36	MPPA	Malahari Putra Prima	1,080,744,220	908	0.40%
37	PNLF	Panin Life Tbk	4,899,699,488	857	0.38%
38	SMCB	Semen Cibinong Tbk	1,736,987,180	799	0.36%
39	NISP	Bank NISP Tbk	817,307,818	736	0.33%
40	BMTR	Bimantara Citra Tbk	357,869,320	716	0.32%
41	SMAR	SMART Tbk	728,532,000	656	0.29%
42	LSIP	PP London Sumatera	254,769,266	643	0.29%
43	FASW	Fajar Surya Wisesa	552,951,287	564	0.25%
44	BNLI	Bank Permata Tbk	830,859,282	490	0.22%
45	DOID	Daeyu Orchid	613,265,930	417	0.19%
46	DNKS	Dankos Laboratories	326,201,000	382	0.17%
47	LPBN	Bank Lippo Tbk	231,317,234	356	0.16%
48	AUTO	Astra Otoparts Tbk	102,384,666	323	0.14%
49	BBNI	Bank Negara Indonesia	117,929,901	184	0.08%
50	ADMF	Adira Dinamika	75,806,500	159	0.07%
		Total kapitalisasi		224,426	100%