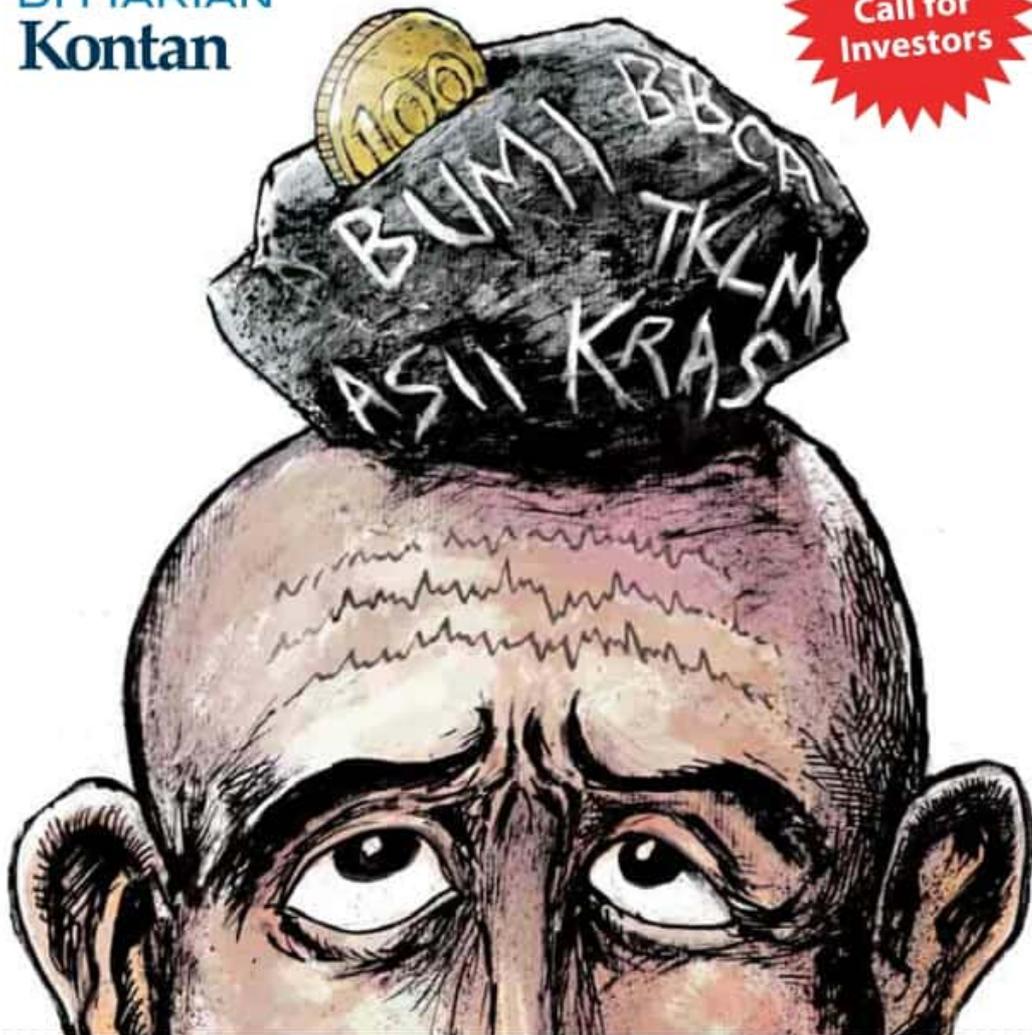


LUKAS SETIA ATMAJA PH.D



WHO WANTS TO BE AN ~~IRRATIONAL~~ INVESTOR

PORTOFOLIO ARTIKEL
INVESTASI SAHAM
DI HARIAN
Kontan



003/0718



10/11/18



Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2002 tentang Hak Cipta

Lingkup Hak Cipta

Pasal 2:

1. Hak Cipta merupakan hak eksklusif bagi Pencipta atau Pemegang Hak Cipta untuk mengumumkan atau memperbanyak Ciptaannya, yang timbul secara otomatis setelah suatu ciptaan dilahirkan tanpa mengurangi pembatasan menurut peraturan perundang-undangan yang berlaku.

Ketentuan Pidana

Pasal 72:

1. Barangsiapa dengan sengaja atau tanpa hak melakukan perbuatan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 ayat (1) atau Pasal 49 ayat (1) dan ayat (2) dipidana dengan pidana penjara masing-masing paling singkat 1 (satu) bulan dan/atau denda paling sedikit Rp1.000.000,00 (satu juta rupiah), atau pidana penjara paling lama 7 (tujuh) tahun dan/atau denda paling banyak Rp5.000.000.000,00 (lima miliar rupiah).
2. Barangsiapa dengan sengaja menyiarkan, memamerkan, mengedarkan, atau menjual kepada umum suatu Ciptaan atau barang hasil pelanggaran Hak Cipta atau Hak Terkait sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dipidana dengan pidana penjara paling lama 5 tahun dan/atau denda paling banyak Rp500.000.000,00 (lima ratus juta rupiah).

LUKAS SETIA ATMAJA PH.D

WHO WANTS TO BE AN
IRRATIONAL
INVESTOR

PORTOFOLIO ARTIKEL
INVESTASI SAHAM DI HARIAN **Kontan**



Jakarta:
KPG (Kepustakaan Populer Gramedia)
bekerja sama dengan Harian *Kontan*

15/11/2018

Who Wants to be a Rational Investor

© Lukas Setia Atmaja Ph.D

KPG: 901 11 0408

Cetakan Pertama, Februari 2011

Penyunting

Christina M. Udiani

Ilustrasi Sampul & Isi

Thomdean

Perancang Sampul

Thomdean

Wendie Artswenda

Penataletak

Wendie Artswenda

B. Esti W.U.

ATMAJA, Lukas Setia, Ph.D

Who Wants to be a Rational Investor

Jakarta: KPG (Kepustakaan Populer Gramedia), 2011

xiv + 169 hlm.; 14 x 21 cm

ISBN-13: 978-979-91-0314-7

Dicetak oleh PT Gramedia, Jakarta.
Isi di luar tanggung jawab percetakan.

"I studied 120 big-up and big-down days in the stock market between 1801 and 2001 and found no explanations for 75% of the moves in the market."

Jeremy Siegel - Wharton economist

"We have met the enemy and he is us."
Pogo - A comic strip by Walt Kelly (1913-1973)



10/11/18



WHO WANTS TO BE AN
~~IR~~RATIONAL
INVESTOR

Daftar Menu

Satu Lot Pengantar	ix
Prakata	xii
Prinsip Investasi	1
• Alon Alon Waton Sugih	3
• Waktu adalah Teman atau Musuh Investor?	8
• Offense, Defense & Finance	12
• Hikmah "January Effect"	16
• Gara-gara Investor Berjudi	20
Risiko Investasi	25
• Manajemen Risiko ala Sun Tzu	27
• Merindukan Om William	31
• Badai Pasti Kembali	35
Psikologi Investasi	39
• Bursa Efek Ponari	41
• Menjinakkan Mr. Hyde	46
• Behavioral Finance dan Harga Saham	50
• Menggapai Langit, Menginjak Bumi	54
• Memilih Presiden ala Investor	59

Efisiensi Pasar	63
• Biarlah Bulan Berbicara	65
• Paulnomics	69
• Ronaldo Menyepak Saham	73
• Menumpang Kereta Santa Claus	77
• Aroma Ketupat Lebaran di Bursa	81
• Demam Berdarah di Bursa Saham	85
• Bubble Pasti Berlalu	89
• White X'Mas, Santa & January Effect	92
Mitos Investasi	97
• Buy Superstition, Sell Fact	99
• Menguji Kesaktian Angka Hoki Saham	103
• Benarkah Investor Asing Lebih Jago?	107
Strategi Investasi	111
• Crouching Tiger, Hidden Buffalo	113
• Investasi Damai ala Rip Van Winkle	117
• Ilusi Malaikat Martingale	121
• Opsi Pensiun Dini atau Kerja Rodi	125
• Peluang dari Dividend Drop-Off	129
• Cuan Cara CAN SLIM	133
• Rahasia Unsur C dan A	137
• Unsur "N" yang Nendang	141
• SLIM is Beautiful	144
• Menjadi Investor Berbudi	148
Aksi Korporasi	153
• Rights Issue yang Bikin Risau	155
• Mengurai Puzzle Dividen	159
• Antara Krakatau dan Merapi	163
Referensi	167
Tentang Penulis	169

Satu Lot Pengantar

Seringkali tanpa sadar kita terlalu larut dalam padatnya kegiatan kita sendiri. Kita terlena dalam rutinitas. Lalu, yang lebih parah lagi, tumpukan pekerjaan itu menyebabkan kita terpuruk dalam kepenatan. Hingga, tanpa disadari, kita ternyata telah berjalan melenceng jauh dan bahkan menjadi lupa akan makna maupun tujuan kegiatan yang kita lakukan.

Begitu halnya dalam beraktivitas investasi di bursa saham. Acapkali investor larut dalam kesibukan investasi yang begitu padat, ikut terombang-ambing dalam gelombang transaksi di bursa yang penuh dengan arus informasi—baik yang masih berkadar rumor maupun yang jelas faktual—sehingga seringkali investor tidak memahami situasi dan tidak tahu pula mengapa dia sampai mengambil suatu keputusan investasi. Entah “beli”, entah “tahan”, entah “jual”, tanpa sadar, keputusan-keputusan sang investor telah penuh dengan luapan spekulasi.

Kalau kondisi itu sampai terjadi, boleh jadi kita akan mendapat kenikmatan sesaat yang besar kemungkinan harus kita bayar dengan derita penyesalan yang panjang akibat terlalu larut dalam situasi pasar yang riuh rendah. Maunya ikut-ikutan arus investor

lain yang memetik untung, tapi malah ketinggalan kereta, dan hasilnya kita sendiri yang buntung. Maklumlah, sebagaimana kutipan dari Jeremy Siegel yang tercantum dalam pembuka buku ini, sebagian besar pergerakan di bursa saham memang tidak akan mampu kita pahami kenapa itu terjadi.

Maka, sebelum kita terjerumus dalam situasi yang *pabaliut*, yang susah untuk dijelaskan, kita memerlukan sebuah “jam weker”—sebagai alarm yang akan mampu mengingatkan dan membangunkan kita dari keterlenaan untuk segera kembali dalam kondisi yang rasional menuju pencapaian tujuan kita. Hal-hal inilah yang mendasari kemunculan rubrik *Wake up Call*, yang mulai tampil secara rutin di Harian *Kontan* sejak bulan April tahun 2009 lalu. Isi rubrik ini adalah tulisan para penulis yang memang menguasai bidang pasar modal dengan gaya penulisan yang bertutur, gamblang, padat, sekaligus berbobot. Sengaja *Kontan* memilih untuk memunculkan rubrik khas ini pada setiap hari Senin agar isi tulisan dapat menjadi segenggam bekal pada awal pekan bagi pembaca mengarungi aktivitas investasi di pasar modal.

Dan, sangat bersyukur pula *Kontan* ternyata mendapat kepercayaan dari Lukas Setia Atmaja, Ph.D, pengajar di Prasetya Mulya Business School, yang sangat rajin menulis untuk *Kontan*. Sebelum mengisi rubrik *Wake up Call*, penulis rajin pula mengirimkan tulisan untuk rubrik *Opini* di harian ini. Boleh jadi secara *chemistry* juga cocok. Maka, setelah ada wadah baru yang lebih sesuai dengan minat dan perhatiannya, penulis pun sangat pas untuk menjadi salah satu pengisi utama rubrik *Wake up Call* di Harian *Kontan*.

Nah, Redaksi *Kontan* merasa cocok pula dengan penulis, yang sejauh ini dapat dikategorikan sebagai pakar yang—walaupun sudah beredar namanya—tetap independen, hal yang makin susah

dicari di negeri ini. Penulis memang menguasai bidangnya, baik dasar-dasar teorinya maupun pemahaman praksis. Dan, yang tak kalah penting, tulisannya enak dibaca, runtut, sistematis. Materi tulisannya nge-peg, sangat pas dengan perkembangan isu dan konteks situasinya. Dan, jelas sangat bermanfaat bagi pembaca *Kontan*.

Ibarat sebuah jam weker, tulisan-tulisan pemegang M.Sc. dari University of Wisconsin di Madison, AS, dan Ph.D. dari Monash University, Australia, ini bukanlah jam weker yang cuma bisa berbunyi “kriiing...!” dan memekakkan kuping sehingga malah membuat orang terbangun dalam suasana yang tidak enak. Sebaliknya, membaca tulisan penulis, pembaca akan mengikutinya dengan nyaman dan dapat segera melakukan koreksi apabila telah berjalan melenceng dari relnya.

Sudah barang tentu tulisan-tulisan sang penulis tidak dimaksudkan sebagai rekomendasi untuk mengambil keputusan investasi terhadap saham-saham tertentu. Namun, apa yang disampaikan tersebut mampu memberikan alasan, landasan teori, dan penjelasan yang sistematis dan masuk akal sehingga dapat menjadi bekal bagi pembaca maupun investor dalam mempertimbangkan serta membuat analisis yang lebih baik mengenai arah pergerakan bursa saham.

Maka, tak berlebihan kiranya bila buku *Who Wants to be a Rational Investor* ini memang layak dibaca oleh investor pemula, tapi perlu pula disimak oleh investor kelas *advance*.

Jakarta, Desember 2010

Ardian Taufik Gesuri
Pemimpin Redaksi *Kontan*

Prakata

Pembaca yang budiman, membaca judul buku ini kita akan segera berpikir, seperti apakah seorang investor yang rasional? Rasional sering diartikan sebagai sesuatu yang dapat diterima oleh akal dan pikiran. Jika Si Telo sakit kanker dan berobat ke dukun berusia 6 tahun, ia dianggap tidak rasional.

Investor yang rasional adalah mereka yang menggunakan akal sehat dalam berinvestasi. Jika Si Telo membeli saham dengan harapan harganya akan berlipat ganda dalam waktu seminggu, ia juga dianggap tidak rasional. Atau ketika seseorang yang mengaku saudara menteri energi sebuah negara di Afrika menawarkan investasi eksplorasi minyak, sensor di otak kita akan segera berbunyi: *“too good to be true.”* Rasionalitas menyelamatkan kita dari investasi yang spekulatif, bahkan “penipuan” berkedok investasi.

Meskipun demikian, fakta menunjukkan bahwa tidak selamanya investor berada pada kondisi rasional. Investor memiliki emosi, misalnya ketakutan dan keserakahan, yang

bersama dengan perilaku ikut-ikutan (*herding behavior*) telah memicu berbagai kasus gelembung keuangan (*financial bubble*) dan koreksi tajam harga saham di bursa (*market crash*).

Ada dua cara untuk menjaga rasionalitas dalam berinvestasi. Pertama, selalu menyadari bahwa kita bisa tidak rasional. Dengan mengakui dan memahami bias-bias psikologis yang ada dalam diri kita, sejatinya kita sedang menjalankan manajemen risiko investasi yang baik. Mengapa tidak? Bukankah risiko terbesar justru datang dari dalam diri kita? Kedua, memiliki pengetahuan (*knowledge*) yang memadai tentang pasar modal serta ketrampilan (*skill*) dalam memilih produk finansial yang ditawarkan.

Buku ini mencoba menawarkan kedua hal tersebut, terutama dalam konteks investasi saham. Bersama dengan buku kartun investasi "*Who Wants to be a Smiling Investor*" (disusun bersama karikaturis Thomdean), buku ini merupakan bagian dari program "Gerakan Peduli Investasi" yang saya canangkan untuk meningkatkan kecerdasan keuangan masyarakat Indonesia. Saya bermimpi jumlah investor saham rasional yang berwawasan jangka panjang di Indonesia bisa meningkat pesat sehingga pasar modal menjadi lebih sehat dan solid. Di atas segala, kemakmuran masyarakat menjadi semakin merata.

Akhirnya, dengan terbitnya buku ini, perkenankan saya untuk mengapresiasi setinggi-tingginya berbagai pihak yang telah membantu dengan tulus dan jujur. Terima kasih kepada pembaca yang budiman, karena tanpa Anda mimpi saya tak akan terwujud.

Terima kasih kepada rekan-rekan di Harian *KONTAN*: Lukas Wijaya atas kerja samanya, Ardian Taufik Gesuri yang telah berkenan "mengantar" buku ini, Mesti Sinaga atas masukannya

cerdas, Indra Surya yang menggambar wajah saya, Yura Syahrul, Asih Kirana Wardhani, dan Thomas Hadiwinata atas bantuannya. Apresiasi khusus untuk Barly Haliem Noe yang menjadi teman diskusi sejak pertama kali saya mengirim tulisan opini untuk Harian *KONTAN* hingga diberi kepercayaan mengisi kolom “Wake Up Call.”

Apresiasi untuk rekan-rekan di KPG yang telah membantu sepenuh hati mewujudkan buku ini: Pax Benedanto, Christina M. Udiani, Candra Gautama, Wendie Arswenda, dan B. Esti W.U. Terima kasih juga untuk rekan saya: Prof. Roy Sembel, Ph.D yang bersedia membaca buku ini serta memberikan *endorsement* dan Thomdean yang berhasil mengekspresikan “roh” buku ini dalam ilustrasi gambar.

Terima kasih kepada rekan-rekan di Prasetya Mulya Business School: Prof. Dr. Djisman Simanjuntak, Prof. Sammy Kristamuljana, Ph.D, Prof. Ignas G. Sidik, Prof. Djoko Wintoro, Wijantini, Ph.D, Ade Febransyah, Ph.D, dan Istijanto, M.Comm atas dukungan dan masukannya.

Semoga buku ini bermanfaat bagi pembaca yang budiman. Selamat berinvestasi secara rasional.

Good investing,

Jakarta, Februari 2011

Lukas Setia Atmaja

PRINSIP INVESTASI





15/11/2018



Alon Alon Waton Sugih

“Becoming wealthy is not a matter of how much you earn, who your parents are, or what you do...it is a matter of managing your money properly.”

Noel Whittaker

- Australian Investment Planner of the Year in 1988

KONTAN, 6 Desember 2010 (revisi dari artikel berjudul “Investasi Istimewa ala Yogyakarta”)

Buat saya Yogyakarta selalu istimewa. Saya menghabiskan separuh hidup saya di kota ini. Yang paling istimewa dari Yogya adalah prinsip “alon-alon waton klakon”. *Alon* artinya perlahan, sabar, teliti ketika melakukan sesuatu. *Waton* artinya asal, dan *klakon* adalah terlaksana. Jadi prinsip ini menganjurkan kita untuk melakukan sesuatu secermat mungkin, tidak gegabah atau terburu-buru, sehingga hasil yang dicapai dapat maksimal. Bukankah ini prinsip yang baik untuk diterapkan di jagad investasi?

Bila ada yang minta nasihat bagaimana cepat kaya dari bermain saham, secara bergurau saya jawab, kalau mau cepat kaya pelihara tuyul saja. Sejatinya ada cara kaya yang lebih canggih dan tidak pula membuat tetangga kita mendadak miskin. Kaya secara lebih lambat tapi lebih aman, seperti judul di atas.

Izinkan saya membagikan 5 langkah berinvestasi dengan semangat “alon-alon waton klakon”. Saya singkat menjadi TTTIS, yang dalam bahasa Jawa berarti tepat sasaran. T pertama adalah singkatan dari TUJUAN. Ini langkah pertama dan amat penting dalam berinvestasi. Apa tujuan kita berinvestasi? Cepat kaya? Menyekolahkan anak di Harvard 10 tahun mendatang? Persiapan pensiun 5 tahun lagi? Sebaiknya kita membuat tujuan yang lebih spesifik dari sekadar ingin cepat kaya. Misalnya, jumlah uang yang akan diinvestasikan, risiko yang berani ditanggung, dan jangka waktu investasi. Tujuan inilah yang menentukan apakah kita akan berbisnis saham (*trading*) yang memanfaatkan fluktuasi harga saham jangka pendek atau berinvestasi saham dengan jangka waktu lebih panjang.

Yang kedua adalah huruf I, singkatan dari INSTRUMEN. Pilihlah instrumen investasi yang sesuai dengan tujuan yang telah ditetapkan. Untuk tujuan investasi jangka panjang, investasi pada saham adalah alternatif terbaik. Namun hati-hati jangan salah memilih saham karena saham memiliki gradasi imbal hasil dan risiko yang amat lebar. Jangan sampai kita membeli saham gorengan atau saham yang prospek fundamentalnya suram untuk investasi jangka panjang.

Huruf T kedua merujuk pada TELITI. Dana yang diinvestasikan jumlahnya tidak sedikit. Jangan sampai salah pilih. Ibarat memilih calon pasangan hidup, harus dipertimbangkan bibit, *bebet*, dan bobotnya. Membeli saham juga demikian, harus teliti sebelum membeli. Ingatlah selalu nasihat “*buy what you know, know what you buy.*”

Huruf I kedua merupakan singkatan dari INVESTASI. Lho kok? Kata investasi perlu disebutkan karena investor sering lupa

bahwa ia sedang berinvestasi, bukan berspekulasi. Ada 3 unsur yang membedakan sebuah investasi dari spekulasi: (1) ada analisis yang komprehensif sebelum membuat keputusan, (2) probabilitas kehilangan dana investasi relatif rendah, dan (3) menjanjikan imbal hasil yang wajar.

Yang terakhir adalah huruf S, singkatan dari SEBARKAN RISIKO. Ingat bahwa investasi selalu memiliki dua sisi: imbal hasil dan risiko. Janganlah menjadi “investor bajak laut” yang cuma punya satu mata, yaitu hanya bisa melihat sisi imbal hasil. Ingat nasib nasabah Bank Century dan Antaboga Sekuritas. Cara mengelola risiko adalah dengan menyebarkan dana (diversifikasi) ke berbagai instrumen investasi. Amalkan selalu nasihat “*Don't put all eggs in one basket*” pada saat pasar bergairah (*bullish*) maupun lesu (*bearish*).

Sebagai tambahan TITIS, ada 3 karakteristik yang harus dimiliki oleh investor agar sukses. Saya singkat 3P. Pertama, PERCAYA DIRI. Seperti nasihat Peter Lynch, manajer dana (*fund manager*) legendaris, kunci berhasil dalam bermain saham adalah tidak takut terhadap saham. Jangan takut gagal karena kita tidak memiliki latar belakang pendidikan keuangan. Yang menentukan hasil akhir bukanlah kepala (*head*) tetapi keberanian (*gut*) mengambil risiko. Terkadang kita harus berani mengambil risiko secara cermat (*calculated risk*), namun bukan “bonek” alias *bondo* (modal) nekat.

Sebagai ilustrasi, mungkinkah pemenang Nobel Ekonomi gagal dalam berinvestasi? Tahun 1994, suatu pengelola dana para investor kelas kakap (*hedge fund*) bernama Long Term Capital Management (LTCM) didirikan dengan merekrut dua pemenang Nobel Ekonomi: Myron Scholes dan Robert Merton.

Pada awalnya LTCM berhasil memberikan keuntungan fantastis bagi nasabahnya melalui serangkaian strategi investasi berisiko tinggi namun cerdas. Inti strateginya adalah membeli saham dan obligasi (surat utang) yang salah harga (harga lebih rendah daripada nilainya).

Namun pada 1998, LTCM kena batunya. Ketika itu saham dan obligasi yang diperkirakan salah harga (*underpriced*), bukannya terkoreksi naik tetapi malah semakin turun karena kepanikan di pasar modal. LTCM akhirnya bangkrut dan meninggalkan kerugian lebih dari 4 miliar dolar AS pada tahun 2000.

Kedua, PENGETAHUAN. Investor yang punya pengetahuan dan mau melakukan riset sebelum membeli sebuah saham memiliki kemungkinan berhasil yang lebih tinggi. Bandingkan nasib LTCM dengan prestasi para siswa SMA St. Agnes High School di Massachusetts dalam bermain saham. Mereka dikumpulkan oleh Peter Lynch dan diberi modal untuk membeli berbagai jenis saham (membentuk portofolio). Siswa SMA yang tidak punya latar belakang pendidikan keuangan ini berhasil membentuk portofolio yang hasilnya fantastis. Portofolio mereka berhasil mengalahkan 95 persen portofolio (reksa dana) yang dikelola oleh para manajer dana (*fund manager*) profesional. Apa rahasia siswa SMA tadi? Ternyata mereka melakukan riset sebelum memutuskan untuk membeli saham. Mereka mengenali dengan baik perusahaan yang sahamnya mereka beli.

Ketiga, PENGENDALIAN DIRI. Warren Buffett memberi nasihat bahwa meskipun mumpuni di bidang matematika, keuangan, dan bisnis, jika investor tidak bisa mengendalikan emosinya, ia tidak akan menjadi investor yang sukses. Mungkin contoh kecil ini bisa menakutkan Anda.

Musim semi tahun 1720. Sir Isaac Newton, fisikawan dan matematikawan ternama, memiliki saham South Sea Company, saham yang paling panas di Inggris. Ketika harga saham South Sea naik cukup tinggi, ia menjual sahamnya dan untung £7.000 (sekitar 100 juta rupiah). Beberapa bulan kemudian ketika harga South Sea naik lebih tinggi, Newton tergoda oleh antusias pasar dan membeli kembali saham tersebut. Akhirnya terbukti saham South Sea adalah *bubble* alias pepesan kosong dan Newton rugi £20.000 (sekitar 280 juta rupiah). Sampai ia meninggal, Newton melarang siapapun untuk menyebut kata "South Sea" di dekatnya.

Pengendalian diri berarti menjaga diri untuk tidak terlalu takut (*fear*) namun juga tidak serakah (*greedy*) yang bisa berakibat overdosis dalam mengambil risiko. Perkenankan saya untuk mengingatkan nasib para investor yang tergiur oleh tawaran imbal hasil besar.

Musim dingin tahun 2008. Bernard Madoff terbongkar telah melakukan penipuan keuangan menggunakan arisan berantai alias skema Ponzy sebesar 65 miliar dolar AS! (sekitar 600 triliun rupiah!!!). Korban Madoff amat beragam, mulai dari bank, perusahaan investasi, pengacara, keluarga milyuner, hingga produser film ternama, Steven Spielberg, yang nampaknya tidak menemukan *hollywood ending* pada skenario investasinya.

Saat bermain saham ingatlah selalu TITIS dan PPP.

Waktu adalah Teman atau Musuh Investor?

“Our favorite holding period is forever.”

Warren Buffett
- *The world's greatest investor*

KONTAN, 18 Januari 2010

Masih ingat Rudi Hartono, maestro bulutangkis Indonesia yang menjuarai All England sebanyak delapan kali? Apa rahasia kesuksesannya? Selain berteknik tinggi dan bermental juara, Rudi selalu siap bertanding dalam waktu yang panjang. Teknik bagus tanpa stamina yang baik tidak ada artinya.

Investor saham bisa disamakan dengan atlet, tidak sekadar punya teknik bagus dalam memilih saham, tapi juga stamina atau *staying power* investasi. Maksudnya, kemampuan investor untuk tidak menjual aset investasinya, seberat apa pun krisis keuangan yang terjadi.

Burton Malkiel, pengarang buku laris *A Random Walk Down Wall Street*, berargumen, semakin panjang waktu investasi (*length of holding period investor*), semakin kecil risiko investasi.

Mengapa? Jika investor memiliki stamina yang panjang, ia punya kemampuan menunggu hingga pasar pulih kembali. Jika investor punya kewajiban pengeluaran uang dalam jangka pendek, staminanya buruk. Apalagi jika membeli saham menggunakan duit pinjaman.

Malkiel menggunakan data S&P 500 Index di AS tahun 1950-1997 untuk menjelaskan argumentasi itu. Untuk *holding period* selama setahun, rentang imbal hasil tahunan berkisar dari 53% hingga minus 27%. Jika *holding period* investasi diperpanjang, misalnya 10 tahun, rentang rata-rata imbal hasil tahunan berkisar 1% hingga 19%. Bahkan, untuk 25 tahun, rentang rata-rata imbal hasil tahunan berkisar 8%-13%. Jika Archimedes, filsuf Yunani, mengatakan, "*Give me a lever long enough, and I can move the earth,*" maka investor bisa bilang, "*Give me enough time, and I can reduce the risk.*"

Kondisi pasar modal periode 2006-2009 sangat bagus untuk menjelaskan kelebihan *staying power* investasi. Misalkan ada tiga investor, Mr. Long-Term, Mr. Nervous, dan Mr. Fragile. Mereka mulai membeli saham awal 2006, saat Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di 1.162. Dua tahun kemudian IHSG naik 135%. Namun, pada 2008, krisis finansial telah menghanyutkan IHSG ke level 1.345. Periode Agustus-November 2008 adalah horor bagi investor. Mereka rugi 50% hanya dalam waktu empat bulan! Imbal hasil besar yang terkumpul selama dua tahun raib begitu saja.

Mr. Long-Term investor yang sabar. Ia tidak panik dan ikut-ikutan menjual sahamnya secara murah. Sebaliknya, Mr. Nervous tidak tahan melihat portofolionya berdarah-darah. Ia memilih *cut-loss*, menjual saham untuk menghindari kerugian lebih lanjut.

Lain lagi Mr. Fragile, yang terpaksa menjual sebagian besar sahamnya untuk menutup kerugian akibat krisis.

Ujungnya, Mr. Long-Term memperoleh kembali kekayaannya, dan bahkan bertambah ketika IHSG naik kembali (*rebound*) secara cepat selama 2009 ke 2.534. Mr. Nervous hanya bisa gigit jari, sedangkan Mr. Fragile menyesali nasib buruknya.

Namun, konsep Malkiel ini mesti disikapi secara kritis. Pertama, horizon investasi yang lebih panjang membuka kesempatan bagi investor sembuh dari *market crash*. Tapi, juga membuka kesempatan mengalami *market crash* (lagi). Jika waktu bisa jadi teman, dia juga bisa berubah jadi musuh. Mari kita berandai-andai, bagaimana jika pada 2009 IHSG ternyata semakin jatuh ke level di bawah 1.000? Mr. Long Term akan menderita, sedangkan Mr. Nervous akan tampak cerdas dengan strategi *cut loss*-nya.

Kedua, konsep *longer horizon will minimize risk* belum tentu cocok untuk semua investor. Setidaknya, bagi investor berusia lanjut dan menyandarkan hidup pada uang pensiun dari menjual saham investasinya. Bagaimana jika mereka pensiun tepat pada periode *bearish* 2008? Mereka akan menerima kenyataan bahwa uang pensiun yang dikumpulkan bertahun-tahun dalam bentuk saham telah menyusut 50%. Memang, ada kemungkinan harga naik kembali. Tetapi, perlu diingat prinsip “lebih mudah jatuh daripada naik”. Jika harga sebuah saham turun 50%, untuk kembali ke posisi harga semula saham tersebut harus naik 100%.

Karena itu, dalam kitab suci investasi, *The Intelligent Investor*, Benjamin Graham menyarankan agar menginvestasikan separuh uang pada saham dan sisanya pada obligasi. Proporsi saham yang dimiliki jangan lebih dari 75% (saat *bullish*), tapi tidak kurang 25% (saat *bearish*) dari kekayaan kita.

Marzuki Usman (Ketua Bapepam 1988-1992) menyarankan, sebelum membeli saham, pastikan kita sudah memiliki dana untuk biaya hidup, membayar berbagai asuransi dan angsuran, memiliki tabungan siaga, memiliki obligasi, dan emas. Jika ada sisa, barulah membeli saham. Jadi, membeli saham harus dengan *free cash flows* alias uang bebas dan investor memiliki *margin of safety* alias jaring pengaman.

Offense, Defense & Finance

“Make all you can, save all you can, give all you can.”

John Wesley
- *Theologian*

KONTAN, 5 Juli 2010

Sepakbola tengah menghipnotis mayoritas penduduk dunia. Ironisnya sepakbola justru kurang populer di Amerika Serikat. Di sana orang lebih suka menonton American Football yang tidak banyak berurusan dengan menyepak bola. Mengapa? Ternyata orang Amerika lebih menyukai olahraga yang banyak gol atau skornya.

Tampaknya sudah lumrah bahwa di dunia olahraga orang lebih menyukai *offense* (menyerang) daripada *defense* (bertahan). Klub sepakbola populer seperti Manchester United, Real Madrid, dan Barcelona adalah tim yang suka menyerang. Tim Brasil atau Spanyol yang ofensif lebih digemari daripada tim Italia atau Uruguay yang superdefensif.

Mana yang lebih penting menyerang atau bertahan? Meskipun strategi yang ofensif lebih menghibur, tanpa pertahanan yang baik mereka sering gagal. Apa gunanya memasukkan 3 gol

kalau kemasukan 4 gol? Makanya, di Piala Dunia kali ini lebih banyak tim yang bermain pragmatis, perkuat pertahanan, tidak perlu main cantik asalkan menang. Contohnya, tim Belanda yang lupa gaya *total football* mereka yang ofensif.

Banyak tim yang pandai menyerang tetapi mengabaikan pertahanan. Tim sepakbola Brazil zaman dulu dikenal bermain cantik ala tarian samba. Paradigmanya adalah “pertahanan yang terbaik adalah menyerang.” Tetapi 1970 adalah tahun terakhir Brazil menjadi juara dunia. Setelah itu mereka mengalami paceklik juara. Baru tahun 1994 mereka berhasil juara dunia kembali setelah mengubah gaya permainan menjadi lebih memperhatikan pertahanan.

Jika dianalogikan ke ranah keuangan pribadi, menyerang adalah masalah memperoleh penghasilan alias *income* dan pertahanan adalah masalah membelanjakan uang (*budgeting*) dan penghematan (*saving*). Pada umumnya, untuk mencapai tujuan hidup lebih sejahtera, orang pun berusaha keras untuk meningkatkan penghasilan. Bagi seorang karyawan, yang dipikir adalah bagaimana menaikkan gaji. Dengan penghasilan lebih besar maka seharusnya kesejahteraan akan meningkat. Maka para karyawan pun suka berpindah-pindah perusahaan mencari gaji lebih baik.

Mirip dengan perilaku orang Amerika yang suka melihat banyak gol, kita punya kecenderungan lebih senang membicarakan penghasilan daripada penghematan. Seseorang lebih bangga bercerita, “Saya baru promosi jabatan dan naik gaji” daripada “Wow, saya berhasil berhemat dengan tidak berlibur ke luar negeri.”

Kolega saya, seorang perencana keuangan terkenal selalu mengingatkan, “Yang penting bukan berapa jumlah penghasilan

kita, tapi berapa jumlah uang yang tersisa di akhir bulan.” Saya yakin dia benar. Mana yang lebih baik dari kaca mata investasi: punya penghasilan Rp50 juta sebulan dengan sisa Rp5 juta atau penghasilan Rp20 juta dengan sisa Rp10 juta untuk investasi?

Moralnya adalah perbaiki serangan kita dengan selalu meningkatkan performa kerja dan keahlian. Tapi, ketika penghasilan kita sudah membaik, jangan lupa untuk berlatih pertahanan. Jadilah seperti Michael “Air” Jordan, manusia setengah dewa di dunia basket. Dia jago mencetak angka sekaligus pemain bertahan yang hebat.

Untuk bisa bertahan dengan baik, kita harus belajar berbelanja. Lho, bukannya justru belajar menabung? Dengan pintar berbelanja maka ada sisa uang untuk menabung.

Belilah sesuatu yang benar-benar dibutuhkan. Jangan mengandalkan utang untuk membeli barang konsumsi. Kalau perlu buang semua kartu kredit jika itu menggoda kita untuk berperilaku “besar pasak daripada tiang”. Gunakan kartu kredit untuk sekadar memperoleh kemudahan dan penundaan pembayaran.

Tak perlu ikut-ikutan gaya hidup orang lain. Jika liburan ke Taman Safari di Cisarua sudah cukup, mengapa harus ikut tren liburan ke luar negeri? Jika biaya anak di sekolah berlabel plus atau internasional menyerap sebagian besar penghasilan bulanan kita, mengapa harus memaksakan diri demi sebuah gengsi? Selalu lakukan analisis biaya dan manfaat. *Is it worth it?* Terapkan prinsip “*buy what you know and know what you buy*” dalam berbelanja.

Hati-hatilah dengan godaan kegiatan promosi seperti *sale* karena walau harganya sudah didiskon, tetap saja membuat kita membeli barang yang tak penting. Tundalah keinginan untuk

membeli barang konsumtif atau hobi beberapa hari. Dengan demikian kita bisa membuat keputusan membeli pada saat kepala kita dingin. Saat emosi untuk membeli reda niscaya kita akan bersyukur tidak jadi membeli barang tersebut.

Dengan pertahanan yang baik maka akan ada sisa uang yang lebih banyak di akhir bulan. Langkah berikutnya tentu melakukan “serangan balik” ke gawang lawan dengan menginvestasikan sisa uang tersebut secara bijak. Untuk mencapai tujuan keuangan jangka panjang, saham adalah pilihan terbaik. Namun jika dana terbatas, untuk memperoleh diversifikasi yang baik, kita bisa membeli reksadana saham maupun campuran. Layaknya di dunia olahraga, di ranah keuangan pun kita bisa bilang “*defense wins championships*”.

Hikmah “January Effect”

“Here’s a simple, effective way to lower your anxiety:
Investors who perceived the least risk were those who
checked their investments no more than once a year.”

Richard Thaler
- Behavioral economist

KONTAN, 17 Januari 2011

Fenomena perubahan cuaca dunia seakan melanda Bursa Efek Indonesia (BEI). *January Effect* yang biasanya hadir dan memberikan imbal hasil rata-rata 3,1%, tahun ini berakhir kepagian.

Setelah *rally* sejak dari level 3.611 (23/12/2010) hingga rekor 3.789 (6/1/2011) yang memberikan imbal hasil 5%, IHSG terkoreksi tajam. Indeks terjun bebas ke 3.434 dalam waktu empat hari saja dan menghanyutkan 9,3% kekayaan investor. Ini adalah “*January Effect*” versi *climate change*.

Bagi *trader*, panas dingin di bursa sudah biasa, namun tidak untuk Telo, investor pemula yang kurang beruntung. Ia mulai berinvestasi jangka panjang dengan membeli beberapa saham *bluechip*, sehari sebelum indeks rontok. Ketika harga mulai berjatuhan, dia mencoba tenang dan berharap harga naik kembali

di hari berikut. Yang terjadi, harga justru makin jatuh. Dia mulai panik dan menjual sahamnya dengan harapan bisa masuk kembali di harga yang lebih rendah.

Harga baru membaik sesuai Telo menjual. Dia pun panik, dan membeli kembali saham pada harga lebih tinggi. Satu jam kemudian, harga jatuh lagi. Merasa orang paling bodoh sedunia, Telo segera menambah dana investasi dan mengubah paradigma berinvestasi ke trading saham. Ia tinggalkan strategi *buy and hold* dan mulai percaya bahwa *market timing* lebih cocok untuk dimainkan di BEI.

Telo tidak sendirian. Tiap hari jumlah *trader* bertambah seiring dengan maraknya perdagangan lewat internet (*online trading*). Ini terlihat dari rata-rata nilai transaksi harian di BEI yang meningkat 18% pada 2010. Benarkah *buy and hold* lebih buruk daripada *market timing*? Jawabnya, bergantung pada keahlian dan keberuntungan dalam melakukan *market timing*.

Di artikel "Paulnomics" (lihat hlm. 69), saya memaparkan, dari 256 gurita, hanya 1 gurita bernama Paul yang bisa menebak benar hasil 8 pertandingan sepakbola. Ada 70 gurita normal yang menebak 4 pertandingan secara benar. Masalahnya, hampir semua *trader* ingin dan merasa bisa menjadi Paul the Octopus.

Market timing jelas tidak mudah karena terlalu banyak variabel makro dan mikro yang berubah secara acak. Misalnya, siapa menduga investor asing ramai-ramai keluar dari bursa? Atau bahwa harga minyak naik? Bisa memprediksi pergerakan harga saham harian secara konsisten hanya mimpi di siang bolong.

Banyak akademisi sepakat, *trading* tidak baik untuk kantong investor. Barber dan Odean (2000) menemukan, imbal hasil di bursa Amerika adalah 6,5%, di bawah imbal hasil indeks pasar.

Selain karena investor terlalu pede (*overconfident*), ada biaya transaksi saham. Saat bertransaksi lewat internet, sering kita tak sadar harus membayar bea sekitar 0,5%.

Untuk memberikan gambaran *buy and hold* dibandingkan *market timing*, asumsikan kita menginvestasikan secara rata-rata dana di sembilan saham bluechip pada awal 2006. Lalu, saham tersebut disimpan selama lima tahun. Periode ini menarik karena melewati masa *bullish* dan *crash*. Silakan lihat Tabel Pergerakan Harga Sembilan Saham untuk melihat hasilnya.

Dengan strategi *buy and hold*, tak satu pun saham menderita kerugian. Semua saham mampu melalui periode krisis 2008 dengan baik, termasuk saham BUMI yang memberi imbal hasil 32% per tahun! ASII, SMGR, INDF, dan AALI memberikan hasil di atas 35% per tahun. Memang, TLKM imbal hasilnya di bawah deposito.

Secara rata-rata, portofolio itu menghasilkan 30% per tahun. Jika ditambahkan hasil dividend (*dividen yield*) sekitar 3%, menjadi 33% per tahun. Kalaupun kita salah waktu beli, yakni di harga tertinggi pra-krisis, hanya BUMI, TLKM, AALI dari 9 saham tersebut yang tetap rugi hingga hari ini.

Dengan angka itu, dana Rp100 juta menjadi Rp416 juta selama 5 tahun. Untuk mendapat hasil yang sama melalui *market timing*, kita harus mengantongi laba sekitar Rp0,25 juta per hari di luar biaya transaksi. Jika kita melakukan transaksi harian senilai Rp200 juta dan kena biaya Rp1 juta (0,5%), maka target untung menjadi Rp1,25 juta per hari selama 5 tahun.

Mampukah? Itu belum termasuk *opportunity cost* dari waktu dan konsentrasi untuk kegiatan *trading*. Biaya sosial dan psikologis yang bisa mengurangi kualitas hidup juga belum dihitung.

Kiat dari saya, jika tak yakin kemampuan *market timing* kita bisa memberikan hasil lebih baik daripada *buy and hold*, mengapa tak mencoba strategi investasi yang lebih bikin tenteram? Biarkan IHSG bergoyang, *long-term investor* tetap percaya diri.

Tabel Pergerakan Harga Sembilan Saham

Saham	18-Jan-06	Harga tertinggi pra-krisis 2008	Harga terendah saat krisis 2008	13-Jan-11	Rata-rata imbal hasil per tahun
SMGR	1.850	6.250	1.850	8.950	36%
UNVR	4.225	7.500	6.200	15.900	30%
ASII	10.400	28.000	7.300	48.000	36%
TLKM	5.950	12.400	5.000	7.350	4%
BUMI	770	8.550	490	3.075	32%
BBCA	1.750	3.800	2.025	5.900	28%
KLBF	1.120	1.490	365	2.975	22%
INDF	840	2.925	840	4.725	41%
AALI	5.000	33.250	4.700	25.300	38%
Rata-rata					30%

Gara-gara Investor Berjudi

“Today’s capitalism has degenerated into a casino.”

Muhammad Yunus
- Nobel Peace Prize Laureate

KONTAN, 31 Oktober 2008

Peraih Nobel Perdamaian asal Bangladesh, Muhammad Yunus, menilai bahwa krisis keuangan global meledak gara-gara para investor pasar modal mengubah bursa saham menjadi tempat berjudi. Dalam konteks tersebut, seorang ketua sebuah partai politik Indonesia bahkan menyatakan bahwa Indonesia tidak butuh bursa saham (*Kompas*, 11 Oktober 2008).

Dua dekade silam di Indonesia bahkan pernah muncul wacana untuk melarang orang bermain saham karena dampaknya sama dengan berjudi. Bermain saham memang berisiko tinggi, namun bukan berarti sama dengan berjudi jika kita mengingat dua hal berikut.

Pertama, hindari bermain saham secara jangka pendek. Ciri khas permainan judi adalah jangka waktunya yang pendek, berkisar dari satu menit kalau bermain judi rulet atau beberapa hari

jika berjudi togel. Jika gaya permainan saham Anda juga menitan hingga harian seperti itu, memang sulit mengatakan bahwa Anda sedang tidak berjudi. Sebagian besar investor retail yang bermain saham di Bursa Efek Indonesia diduga termasuk investor yang punya paradigma “beli sekarang jual besok” atau “jigo bur” alias untung jigo (dua puluh lima rupiah) langsung kabur (dijual).

Bermain saham dengan cara seperti ini membuat kita sulit mencari alasan yang cukup rasional mengapa membeli saham A, bukan B. Kita dengan mudah terjebak pada tindakan spekulatif seperti membeli berdasarkan rumor, ikut-ikutan (*jump into band wagon*), atau sekadar rasa birasa. Bermain saham jangka pendek atau *trading* ternyata tidak baik untuk kantong Anda. Ada bukti empiris bahwa aktivitas trading saham berkorelasi negatif dengan kinerja investasi. Semakin banyak melakukan trading, semakin besar *brokerage fee* dan pajak yang Anda bayar serta semakin tinggi kemungkinan merugi.

Kedua, hindari bermain saham dengan modal utang. Hampir semua penjudi pernah berutang untuk berjudi ketika modal judi menipis. Saya pernah menemani seorang teman bermain judi di Crown Casino, Melbourne. Ketika uang di kantong habis dan tidak mungkin mengambil tunai dari ATM sebelum hari berganti, dia meminjam seratus dolar dari saya. Dua jam kemudian dia datang kembali ke saya sambil tersenyum membawa dua ribu dolar di tangan. Dia sedang beruntung, demikian pula saya.

Leveraging akan meningkatkan risiko sekaligus *expected return*. Seorang sobat saya ingin cepat kaya dengan bermain saham melalui fasilitas *margin trading*. Dengan modal Rp100 juta dia diizinkan bertransaksi hingga Rp165 juta. Istilahnya, ia diberi *leverage* sebesar Rp65 juta oleh perusahaan sekuritas pengelola.

Jika pagi dia melakukan transaksi beli, menjelang bursa ditutup dia sudah harus membuat transaksi jual, demikian pula sebaliknya. Dia berjual-beli saham dengan hitungan menit, mirip judi rulet di kasino. Dasarnya cuma rumor dan intuisi. Sekarang dia sudah insaf dan telanjur jatuh miskin.

Ketiga, belilah saham seperti Anda membeli sebuah bisnis. Misalkan Anda seorang karyawan penuh waktu dan ingin memiliki sebuah bisnis. Anda bisa membuka kios ayam goreng di mal, berjualan baju anak-anak, atau membuka bengkel sepeda motor. Masalahnya Anda tidak memiliki pengetahuan, keterampilan, dan waktu yang cukup untuk mengelola bisnis tersebut. Saat ini banyak tawaran bisnis waralaba, dari berjualan pisang goreng hingga cuci baju. Mungkin ini bisa menjadi jalan keluar meskipun Anda juga perlu menerapkan konsep *caveat emptor* saat memilih pewaralaba. Pasalnya banyak juga bisnis waralaba yang belum terbukti laku secara konsisten namun buru-buru diwaralabakan agar dapat segera mengeruk keuntungan.

Mari bermimpi bahwa Anda bisa memiliki bisnis mi instan, bank komersial, produk sehari-hari dan retail. Untuk mewujudkan mimpi ini ada cara yang mudah: belilah saham Indofood, Bank Mandiri, Unilever, dan Matahari. Meski persentasenya kecil, Anda boleh berkaca dan mengagumi diri sendiri karena sekarang Anda adalah pemilik perusahaan-perusahaan ternama tersebut. Mesin uang Anda akan berputar terus sepanjang orang masih suka mi instan, membutuhkan jasa bank, membeli sabun cuci dan baju. Setiap tahun Anda akan menerima dividen untuk mendanai kebutuhan saat ini. Nilai saham akan meningkat seiring dengan bertumbuhnya perusahaan tersebut.

Sekian tahun kemudian, jika diperlukan Anda dapat menjual saham tersebut dan menikmati *capital gain* yang bagus. Membeli saham dengan paradigma seperti ini membuat Anda tidak perlu panik saat harga saham rontok selama periode *bearish*. Pasar modal didirikan dengan konsep pemerataan pendapatan melalui penyediaan kesempatan memiliki investasi bagus. Bukan untuk tempat berjudi bagi “*get rich quick investors*”.



10/11/18





RISIKO INVESTASI



15/11/2018



Manajemen Risiko ala Sun Tzu

"You'll always miss 100% of the shots you don't take."

Wayne Gretzky
- *Professional ice hockey player*

KONTAN, 10 Mei 2010

Jenderal perang Tiongkok kuno yang kesohor, Sun Tzu, berteori: jika mengetahui kekuatan sendiri dan juga kekuatan musuh, kita akan selalu menang perang; jika tahu kekuatan kita dan tidak tahu kekuatan musuh, maka kemungkinan kita menang hanya 50%; tetapi jika tidak tahu kekuatan sendiri dan kekuatan musuh, kita bakal kalah. Karena itu, hal pertama yang harus dilakukan investor sebelum mulai berinvestasi saham adalah mengenali dirinya sendiri. Langkah pertama, kenali apa motivasi dalam berinvestasi saham? Mengapa membeli saham? Ada tiga alternatif jawaban.

Pertama, bursa saham adalah seperti kasino. Saya bisa mendapatkan keuntungan besar dalam waktu singkat dengan membeli saham. Kedua, bermain saham itu trendi, membuat saya tampak intelek dan hebat. Ketiga, membeli saham adalah salah satu alternatif berinvestasi demi masa depan cerah. Jawaban terakhir adalah yang paling bijaksana.

Langkah kedua, kenalilah kekuatan keuangan kita. Apakah kita memiliki penghasilan tetap? Apakah setiap bulan ada uang yang tersisa? Apakah kita memiliki komitmen keuangan seperti membayar kredit rumah? Apakah kita berutang untuk membeli saham?

Teorinya, kita harus membeli saham menggunakan uang sisa atau *free cash flow*. Semakin kuat keuangan semakin bagus, karena kita bisa memilih kapan harus menjual saham. Jika menggunakan utang bisa jadi kita terpaksa menjual saham pada saat harga rendah.

Langkah ketiga adalah mengenali temperamen. Apakah kita sangat egois? Apakah kita keras kepala dan terlalu optimistis? Apakah kita gampang emosi dan tidak cukup obyektif? Apakah kita mudah panik atau selalu berpikir jernih? Apakah kita termasuk orang yang suka berjudi dan percaya pada keberuntungan? Semoga kita termasuk sosok yang obyektif, terbuka, belajar dari kesalahan, tidak gampang panik atau stres (termasuk ketika harga saham jatuh 20% dalam sepekan), berpikir jernih, dan tidak serakah. Jika tidak demikian, sebaiknya pikir ulang niat untuk bermain saham. Maklum, bermain saham belum tentu cocok untuk semua orang.

Langkah terakhir, mengenali diri kita termasuk tipe investor seperti apa. Ada *friend investor*, yaitu investor yang tergantung pada nasihat teman untuk membeli atau menjual saham. *Technical investor* yang membeli atau menjual saham berdasarkan analisis pergerakan harga saham alias *technical analysis*. Investor ini percaya bahwa perilaku harga saham di masa lalu akan berulang di masa mendatang. Ada *economist investor*, yang membeli atau menjual saham berdasarkan ramalan kondisi ekonomi.

Misalnya, rupiah cenderung menguat, ekonomi global mulai pulih, investor asing mulai masuk ke bursa saham Indonesia. *Well*, inilah saatnya untuk mulai membeli saham. Ada pula *scuttlebutt investor* yang membeli atau menjual saham berdasarkan rumor sebuah perusahaan. Sedangkan *value investor* berusaha memperkirakan nilai wajar sebuah saham. Nilai ini kemudian dibandingkan dengan harga saham di bursa. Jika lebih besar daripada harga pasar saham maka sebaiknya membeli saham tersebut. Terakhir, *growth investor* berusaha membeli saham yang memiliki prospek pertumbuhan laba baik. Investor sebaiknya konsisten dan mendalami gaya atau strategi investasi yang diyakini.

Investor juga bisa dibagi menjadi tiga tipe berdasarkan jangka waktu investasinya. Pertama, investor jangka panjang alias *savers*. Ini adalah tipe investor yang membeli dan menyimpan saham dengan waktu investasi relatif panjang, misalnya setahun. Tujuannya, memiliki portofolio investasi yang bisa memberikan imbal hasil bagus untuk masa depan cerah. Investor pemula atau enggan mengambil risiko berlebihan sebaiknya berada di kelompok ini.

Kedua, investor jangka pendek. Ini adalah tipe investor yang membeli dan menyimpan saham dengan jangka waktu kurang dari setahun. Sering juga disebut *trader* alias pebisnis saham. Ini adalah orang yang bisa menikmati *roller coaster* harga saham. Bulan ini naik BMW baru, bulan depan naik bis kota merk Mercedes. Ia suka melakukan *cut loss* maupun *profit taking*. Ini lebih cocok buat investor berpengalaman dan punya waktu banyak menganalisis perkembangan di pasar modal.

Ketiga, *daily trader*. Ini adalah tipe investor (atau spekulasi?)

yang bertransaksi dalam hitungan menit dan jam dalam sehari. Pagi beli, siang jual. Siang jual, sore beli. Umumnya mereka bermain dengan fasilitas *margin trading* yang memberikan *leverage*. Ini cocok untuk mereka yang mencintai risiko, siap untuk cepat kaya atau cepat miskin.

Mengenal diri sendiri baru separuh jalan untuk menjadi pemenang. Kita juga harus mengenali dengan baik 'musuh' alias aset yang akan dibeli. Prinsip yang mesti diingat: *buy what you know, know what you buy*.

Merindukan Om William

“If you want others to be happy, practice compassion.
If you want to be happy, practice compassion.”

Dalai Lama

KONTAN, 12 April 2010

Pekan lalu, ada sebuah ironi di bursa saham. Seperti diketahui, pada Jumat malam, 2 April 2010, pendiri PT Astra International Tbk (ASII), William Soeryadjaya, menghadap Sang Pencipta. Ketika bursa saham beroperasi hari Senin, 5 April 2010, harga saham ASII yang beberapa pekan terakhir sudah meletup-letup, mencetak rekor sepanjang masa di harga Rp46.700.

Berbeda ketika Michael Ruslim, CEO ASII, meninggal dunia pada Januari 2010. Harga saham ASII jatuh karena pasar khawatir CEO pengganti tidak akan sekompeten Michael Ruslim. Jadi, rekor harga ASII tak terkait dengan kepergian Om William.

Saat meninggal, Om William sudah tidak memiliki ASII, yang dijualnya pada 1992. Tapi, orang akan selalu mengingat kegigihannya membangun ASII sejak 1957. Dia tak hanya dikenal piawai berbisnis, tapi juga rendah hati, peduli sesama, dan

memegang erat etika bisnis. Ia membangun ASII dengan pondasi manajemen yang profesional dan etis, serta budaya kondusif. Tidak heran jika akhir Maret 2010, ASII menjelma jadi emiten terbesar di Bursa Efek Indonesia dengan kapitalisasi pasar Rp169,63 triliun.

Mengenang Om William, saya selalu teringat prahara Bank Summa tahun 1992. Saat itu bank yang dimiliki Edward Soeryadjaya, putera sulung Om William, rugi besar. Om William mengambil keputusan luar biasa, dengan menjual sahamnya di ASII untuk mengembalikan dana para nasabah bank.

Sebenarnya Bank Summa terpisah dari ASII, sehingga Om William tidak perlu bertanggung jawab. Tindakan ini dianggap gila oleh sebagian besar pebisnis. Namun Om William bilang, “Saya memikirkan nasabah kecil di bank itu” (*Tempo*, Agustus 2002).

Om William berkurang kekayaan duniawinya, tapi ia selalu dikenang sebagai pebisnis yang punya hati nurani. Saya yakin para nasabah korban Bank Century merindukan seandainya sosok Tan Keng Heng (Robert Tantular—salah satu pemilik Bank Century) adalah Tjia Kian Liong (William Soeryadjaya).

Ada ungkapan bahwa di dunia bisnis semuanya ada kecuali etika. Mungkin ini terlalu keras, namun harus diakui dunia bisnis identik dengan keculasan dan persaingan tidak sehat agar cepat sukses. Dunia bisnis lebih dekat ke ungkapan filsuf Thomas Hobbes, “homo homini lupus” (manusia menjadi serigala bagi manusia lainnya), daripada “homo homini socius” (manusia menjadi kawan bagi manusia lainnya).

Bagaimana dengan dunia investasi? Investasi saham mengandung banyak risiko. Salah satunya risiko penipuan. Pertama, investor rawan terhadap penipuan oleh broker saham. Masih

ingat kasus penggelapan dana Rp245 miliar milik 8.700 nasabah Sarijaya Sekuritas? Uang nasabah yang seharusnya dibelikan saham justru digunakan pemilik Sarijaya untuk melakukan transaksi pribadi yang berisiko tinggi.

Kedua, saat memilih saham pun investor bisa kecewa. Tidak semua emiten yang sahamnya terdaftar di sebuah bursa adalah perusahaan baik dan jujur. Kasus Enron Corporation selalu jadi contoh bahwa penipuan oleh direksi perusahaan bisa fatal. Mereka menyulap Enron yang bobrok menjadi perusahaan hebat melalui rekayasa akuntansi yang kreatif. Begitu canggihnya hingga majalah bergengsi *Fortune* menobatkan Enron sebagai perusahaan paling inovatif selama enam tahun berturut-turut. Enron juga diaudit KAP kelas dunia, Arthur Andersen. Makanya, siapa sangka Enron adalah perusahaan yang hampir bangkrut?

Krisis Subprime Mortgage 2008 juga dipicu terutama oleh buruknya *corporate governance* perusahaan keuangan, seperti bank komersial dan investasi di Wall Street. Terakhir, kasus Skema Ponzy ala Bernard Madoff yang menghanyutkan dana hingga US\$65 miliar menjadi validasi kelamnya dunia investasi. Jika di Amerika Serikat saja hal ini bisa terjadi, apalagi di Indonesia?

Ketiga, investor rawan terhadap penipuan dari sesama "investor" melalui aksi rekayasa harga atau goreng-menggoreng saham. Investor yang terjebak dalam skenario ini merasakan pahitnya pengalaman *buy bubble sell fact*. Makanya, saat harga saham tiba-tiba melambung cepat tanpa alasan kuat, *wake up call* kita akan berdering. Belum lagi kasus *insider trading* yang hanya menguntungkan segelintir orang dan mengorbankan mayoritas investor.

Dalam berinvestasi saham, ingatlah pesan “teliti sebelum membeli”. Saat bursa saham sedang euforia seperti sekarang, investor mudah terbuai dengan prospek investasi saham. Saran saya, pilihlah broker dan perusahaan yang menerapkan *good corporate governance*, seperti transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi dan kewajaran. Jadilah investor yang kritis.

Saat berbenturan dengan sisi gelap jagat bisnis dan uang, kita baru bisa merasakan ketiadaan pribadi-pribadi seperti Om William.

Badai Pasti Kembali

“What we know about the global financial crisis is that we don't know very much.”

Paul Samuelson
- Nobel Laureate in Economics

KONTAN, 11 Januari 2008

Badai pasti berlalu. Masih hangat dalam ingatan kita optimisme Presiden (waktu itu) Soeharto di depan sidang paripurna DPR 6 Januari 1998 bahwa badai krisis keuangan pasti segera berlalu. Ironisnya, ketika Soeharto memulai pidato mengantar Rancangan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (RAPBN) 1998/1999, rupiah masih berada di posisi Rp7.400 per dolar AS. Setiap sepuluh menit Soeharto menyampaikan pidato, rupiah terus melemah hingga menembus Rp8.000. Artinya pasar bereaksi negatif; tidak percaya bahwa rezim Orde Baru memiliki skenario *happy ending* untuk krisis tersebut.

Saat ini, setelah hampir sepuluh tahun kita mendengarkan pidato tersebut, berbagai badai baru telah menimpa Indonesia. Soeharto sudah lengser, presiden silih berganti namun rupiah masih membandel di posisi Rp9.000 per dolar AS. Meskipun

IHSG sedang menari di atas awan, ketakutan akan datangnya badai krisis baru tetap menggantung. Inilah momok terbesar bagi investor saham: pasar runtuh (*market crash*). Apakah badai serupa bisa terjadi lagi di Indonesia?

Secara umum, penyebab utama krisis waktu itu adalah hilangnya kepercayaan investor domestik dan asing pada hampir semua pasar modal negara sedang berkembang di Asia. Faktor ini memicu jatuhnya arus modal masuk dan naiknya arus modal keluar, serta hancurnya harga saham dan nilai tukar mata uang domestik.

Masalahnya, mengapa Indonesia mengalami krisis yang paling parah? Model tata kelola perusahaan (*corporate governance*) Profesor Simon Johnson dari MIT (2000) tampaknya dapat menjelaskan fenomena ini. Tata kelola perusahaan bisa didefinisikan sebagai efektivitas mekanisme, terutama hukum, untuk meminimalkan ekspropriasi oleh manajer atau pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas. Ekspropriasi adalah proses penggunaan kekuasaan pengendali seseorang atau kelompok untuk memaksimalkan kesejahteraan pribadinya.

Sebagai contoh, manajer atau pemegang saham mayoritas dapat mentransfer dana dan aset perusahaan lainnya untuk kepentingan dirinya sendiri (*managerial theft*). Cara lain adalah melalui praktek *transfer pricing*: manajer menjual produk atau aset dari perusahaan yang ia kendalikan kepada perusahaan pribadinya pada harga di bawah pasar.

Praktek ini dilakukan di negara-negara berkembang di Asia pada 1997-1998, yang merugikan kreditor dan pemegang saham minoritas bank. Ironisnya, sebagian besar ekspropriasi tersebut dilakukan tanpa harus melanggar hukum. Maraknya praktek ekspropriasi tidak hanya disebabkan oleh lemahnya institusi

hukum namun juga faktor lain seperti struktur kepemilikan piramida atau *pyramid structures*.

Pada perusahaan dengan struktur piramida, seseorang atau kelompok memiliki mayoritas saham sebuah perusahaan yang menjadi pemegang saham mayoritas perusahaan lain. Proses ini dapat diulang berkali-kali. Misalnya, keluarga Z memiliki 51% saham perusahaan A yang menguasai 51% saham perusahaan B. Dengan kepemilikan ekuitas hanya 26% (yaitu 51% dikali 51%), keluarga Z menguasai 51% hak suara perusahaan B. Atau, *cashflow rights* keluarga Z pada perusahaan B adalah 26%, namun *control rights* adalah 51%.

Ini membuka peluang ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas perusahaan B. Misalnya, aset perusahaan A turun Rp1 miliar, sehingga keluarga Z harus menanggung kerugian Rp0,51 miliar. Keluarga Z, sebagai pemegang saham mayoritas, dapat memerintahkan direktur perusahaan B untuk membeli aset ini dari perusahaan A pada harga lama. Alhasil, kerugian Rp1 miliar dapat ditransfer dari perusahaan A ke B.

Berapa kerugian keluarga Z? Hanya Rp0,26 miliar. Angka ini didapat dari Rp0,51 miliar (kerugian yang ditanggung perusahaan A) dikalikan 51% (kepemilikan keluarga Z pada perusahaan A). Sebaliknya, jika aset perusahaan B naik Rp1 miliar, keluarga Z dapat mentransfer keuntungan ke perusahaan A dengan memerintahkan direktur perusahaan B untuk menjual aset ini pada harga lama ke perusahaan A.

Menurut model corporate governance, ekspropriasi manajer/pemegang saham mayoritas akan meningkat tajam ketika ekspektasi keuntungan perusahaan turun drastis (baca: prospek perusahaan suram). Di negara dengan perlindungan hukum bagi

hak pemegang saham minoritas sangat lemah, hilangnya kepercayaan investor secara mendadak, dapat memicu pelarian dana secara dahsyat dan meningkatkan praktek ekspropriasi yang menggerus nilai perusahaan.

Hasil penelitian Profesor Simon Johnson (2000) cukup mengejutkan. Dari penelitian terhadap 25 negara yang mengalami krisis keuangan 1997-1998, termasuk Indonesia, tampak bahwa tata kelola perusahaan berperan penting dalam krisis tersebut. Tingkat kejatuhan harga saham dan nilai tukar uang lebih ditentukan oleh variabel tata kelola perusahaan (efektivitas perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas).

Faktor ini lebih dominan ketimbang variabel ekonomi makro, seperti kebijakan fiskal dan moneter, neraca berjalan, cadangan devisa dan utang luar negeri. Jadi, dapat disimpulkan bahwa perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas di Indonesia paling lemah, karena Indonesia paling parah terkena dampak krisis.

Jika kita percaya dengan kredibilitas hasil penelitian ini, ada dua hal yang dapat kita lakukan. Pertama, pemerintah harus lebih serius meningkatkan perlindungan hukum bagi pemegang saham minoritas, terutama terhadap kemungkinan ekspropriasi yang dilakukan pemegang saham mayoritas. Tak hanya dalam tingkatan peraturan, tetapi juga pelaksanaannya (*enforcement of law*).

Kedua, perusahaan harus meningkatkan corporate governance secara signifikan. Tak hanya sekadar *lips service*, tetapi melalui tindakan lebih konkret, yakni meminimalkan ekspropriasi dan memaksimalkan nilai perusahaan yang merupakan inti tata kelola perusahaan. Tanpa itu, saya khawatir lagu pop Chrisye harus berganti lirik menjadi: Badai Pasti Kembali.



PSIKOLOGI INVESTASI



001/018



Bursa Efek Ponari

"The market can stay irrational longer than you can stay solvent."

John Maynard Keynes
- *The father of modern macroeconomics*

KONTAN, 20 Maret 2009

Prolog

Jombang. Awal Februari 2009. Puluhan ribu sudah orang menyesaki Dusun Kedungsari, tempat tinggal Ponari, bocah kelas 3 SD. Mereka berdesakan, bahkan sampai ada yang meninggal, demi mengecap penyembuhan dari "batu petir" milik Ponari yang dicelupkan ke air. Ketika makin sulit mengakses Ponari, sebagian pengunjung nekat meraup tanah, air got, gedek bambu, atau apa saja dari sekeliling rumah si dukun cilik.

Bocah Ponari mendadak sakti setelah, konon, tersambar petir dan memiliki batu yang dipercaya dapat mengobati berbagai penyakit. Bagi ribuan orang sakit yang kurang mampu, Ponari adalah harapan, sehingga mereka rela antre meski berisiko mati

terinjak. Mudah bagi kita untuk menghakimi perilaku pemuja Ponari sebagai bodoh, tidak nalar. Benarkah mereka tidak rasional? Apakah irasionalitas selalu dekat dengan kaum jelata berpendidikan rendah?

Tanpa kita sadari sebenarnya para investor di bursa saham yang dianggap lebih intelek sering berperilaku seperti pemuja Ponari. Menurut Malcolm Baker, pakar behavioral finance Harvard, keputusan investor amat dipengaruhi oleh bias psikologis. Senada dengan Baker, Dan Ariely, pakar behavioral economics MIT dan penulis buku laris *Predictably Irrational* mengingatkan bahwa keputusan investor dipengaruhi oleh emosi, harapan, dan norma sosial.

Sama dengan pemuja Ponari yang memimpikan kesembuhan cepat, sebagian besar investor di bursa saham punya paradigma “*how to make a lot of money quickly*”. Akibatnya, mereka sering membeli saham dengan harapan yang berlebihan (*building castle in the air*) dan bertindak sangat spekulatif. Tidak salah jika Muhammad Yunus, pemenang Nobel dari Bangladesh, mengecam bahwa investor telah mengubah bursa saham menjadi tempat berjudi.

Perilaku ikut-ikutan (*herd behavior*) turut berperan dalam pembentukan investor yang tidak rasional. Mereka begitu takut ketinggalan kereta api yang dipercaya sedang menuju ke ranah kemakmuran. Mirip dengan komunitas pemuja Ponari yang segera terbentuk ketika berita kesaktian Ponari tersebar. Percaya tidak percaya, mereka berlomba menjajal kesaktian batu petir. Siapa tahu sembuh?

Menurut Gustave Le Bon, pakar psikologi sosial, individu cenderung mengorbankan prinsip pribadi dan mengikuti perilaku

kelompok (*crowd*). Berbagai riset empiris di dunia menunjukkan bahwa herd behavior terjadi tidak hanya di kalangan investor tapi juga para analis saham. Akibatnya, suatu hal yang tidak nalar berangsur-angsur menjadi terasa nalar karena didukung banyak orang.

Perilaku investor yang tidak rasional telah menciptakan ratusan *financial bubble*. Mulai dari *Tulip Mania* (abad ke-17), *South Sea Bubble* (abad ke-18), *DotCom Bubble* (abad ke-20), hingga pertumbuhan semu harga minyak di 2008. Ambil contoh ketika Netscape, perusahaan perintis *web browser*, melakukan penjualan saham perdana tahun 1995. Saham terjual seharga US\$28 per lembar dan naik 100% saat diperdagangkan di hari pertama di bursa sekunder.

Kapitalisasi pasarnya melebihi US\$1 miliar meskipun Netscape memiliki pendapatan hanya US\$16 juta dan masih merugi US\$5 juta. Bahkan, beberapa bulan kemudian harga melonjak mencapai US\$200 per lembar, yang berarti investor mengharapkan Netscape bertumbuh 55% per tahun selama 10 tahun ke depan. Jelas sesuatu yang mustahil, sama seperti mengharapkan kesembuhan instan dari batu petir Ponari.

Di bursa kita juga pernah terjadi pertumbuhan semu yang disebabkan oleh batu, yakni batubara. Sepanjang 2007, akibat kenaikan harga komoditas dunia, saham perusahaan komoditas mendadak menjadi primadona dan diburu para investor. Segera terbentuk komunitas pemuja saham PT Bumi Resources, Tbk (BUMI). Harga saham BUMI yang Rp900 di awal 2007, melonjak menjadi hampir sepuluh kali lipat dalam kurun waktu setahun.

Kasus Ponari bisa dianalogikan dengan sebuah bursa saham. Di "Bursa Efek Ponari", setiap hari ribuan orang mengantre

untuk berobat. Mereka membeli tiket seharga Rp5.000. Di bursa efek betulan, investor membeli saham dengan harga kemahalan. Ponari adalah emiten yang sahamnya diperjualbelikan. Ia ibarat Netscape, BUMI, dan semua perusahaan yang dianggap memberi harapan untuk imbal hasil tinggi.

Kesembuhan ajaib yang dirasakan pasien Ponari bisa dianalogikan dengan imbal hasil fantastis bagi investor. Lalu muncul dukun cilik Dewi yang menawarkan jasa serupa. Praktik dukun cilik telah menjadi sebuah industri yang menghidupi banyak pihak. Ada panitia yang mengatur antrean dan menjual tiket. Mereka memperoleh upah dari pendapatan tiket yang mencapai Rp25 juta per hari.

Bagi pihak panitia, upah lebih penting daripada nasib pasien. Bukankah ini mirip perilaku pengelola dan anggota bursa efek? Bagi mereka jumlah transaksi lebih penting daripada nasib investor. Ketika IHSG sedang bergairah sepanjang 2007 dan kwartal pertama 2008, pengelola dan pelaku bursa tersenyum karena transaksi saham dan tentunya upah meroket.

Kenaikan IHSG sebesar 55% dalam beberapa bulan dianggap hal yang sangat wajar dan rasional. Saat IHSG mulai terjun bebas, saham dianggap *undervalued* dan investor dituduh tidak rasional (*over-reacted*). Mendadak kita merasa bahwa bursa saham adalah ajang di mana manusia menjadi serigala bagi manusia lain (*homo homini lupus*).

Ternyata irasionalitas bukan hanya milik mereka yang miskin dan kurang intelek. Ia, sampai level tertentu, ada dalam diri setiap investor di bursa efek. Saat polisi turun tangan menutup praktek perdukunan Ponari, selamatlah ratusan ribu calon pasien dari suatu bisnis semu maupun penipuan. Kasus ini mengingatkan

agar Bapepam-LK lebih serius menjalankan fungsinya sebagai “polisi” bursa. Tanpa itu jangan harap kita akan memiliki sebuah bursa yang sehat.

Epilog

Pertengahan Februari 2009. Kepolisian Resor Jombang, Jawa Timur menutup praktik Ponari sebagai dukun cilik. Tindakan ini dilakukan setelah beberapa pasien dan seorang pedagang asongan meninggal akibat berdesakan. Pasien Ponari memprotes polisi yang membubarkan mereka. Bahkan seorang pasien sempat melempar polisi dengan lumpur saat diusir.

Menjinakkan Mr. Hyde

“Success in investing doesn’t correlate with I.Q. once you’re above the level of 125. Once you have ordinary intelligence, what you need is the temperament to control the urges that get other people into trouble in investing.”

Warren Buffett
- *The world richest man 2008*

KONTAN, 29 Maret 2009

Mr. Hyde hadir setiap kali Dr. Jekyll menghilang. Keduanya tak bisa tampil bersamaan karena sejatinya Mr. Hyde adalah transformasi Dr. Jekyll setelah minum suatu ramuan. Jekyll amat santun, ramah, dan banyak teman. Sebaliknya, Hyde adalah pria yang misterius, kejam, dan pembunuh. Ia merupakan ekspresi kepribadian tersembunyi Dr. Jekyll.

Pada akhirnya, kekuatan Mr. Hyde makin bertambah sehingga Dr. Jekyll harus minum ramuan lain untuk mempertahankan jati dirinya (“Dr. Jekyll and Mr. Hyde”, Louis Stevenson, 1886).

Begitu populernya novel ini hingga istilah “Jekyll and Hyde” dipakai untuk merujuk orang yang karakter moralnya berubah cepat dari satu situasi ke situasi lain.

Seseorang bisa memiliki dua 'kepribadian' yang berbeda: Mr. Rational versus Mr. Emotional. Misalnya, Mr. Rational sadar harus menabung demi masa depan cerah. Mr. Emotional lebih suka membeli mobil mahal model terbaru. Mr. Rational ingin hidup sehat, Mr. Emotional akan bilang, "Ah, ini terakhir kali saya makan gulai kambing. Besok mulai diet." Keesokan harinya ia pun masih mengatakan hal yang sama.

Dan Ariely, pakar Behavioral Economist dari MIT, membuktikan bahwa pembuatan keputusan dipengaruhi oleh kondisi emosional (*hot stage*) atau rasional (*cool stage*). Ia melakukan riset yang unik dan agak kontroversial, yaitu menguji apakah kondisi terangsang secara seksual berpengaruh terhadap pembuatan keputusan. Sampelnya, mahasiswa University of California, Berkeley.

Dengan bantuan komputer untuk menstimulasi rangsangan seksual, ditemukan bahwa saat terangsang, probabilitas para mahasiswa melakukan hal yang tidak ingin mereka lakukan ternyata meningkat tajam. Misalnya, pada kondisi normal, saat ditanya apakah mereka bersedia melakukan hubungan intim tanpa menggunakan kondom, hampir semua menjawab "tidak". Namun pada kondisi emosi terangsang, mayoritas jawabannya "bersedia". Artinya, Mr. Emotional berhasil meng-KO Mr. Rational.

Ariely mengklaim, hal yang sama terjadi untuk situasi emosi lainnya seperti marah, sedih, frustrasi, lapar, dan gembira. Pada situasi itu, perilaku seseorang akan dikendalikan oleh emosinya.

Bagaimana peran emosi dalam pembuatan keputusan investasi? Ada pepatah di bursa saham bahwa "*the markets are motivated by two emotions: fear and greed*". Sejatinya,

keputusan beli atau jual saham yang didasarkan pada ketakutan dan ketamakan kurang bijaksana. Keputusan yang menguntungkan secara jangka panjang dibuat tanpa pengaruh emosi yang kuat.

Namun, emosi dengan mudah mengubah sebuah skenario investasi. Misalnya, kerugian dua tahun berturut-turut membuat investor dengan jangka waktu investasi 20 tahun berubah menjadi investor berjangka waktu 2 tahun. Mereka khawatir harga saham makin jatuh dan memutuskan segera keluar dari bursa.

Bagi seorang *trader* saham, Mr. Emotional adalah musuh terbesar. Kerugian dan kekecewaan akibat salah ambil posisi akan memicu kehadiran Mr. Emotional. Saat ia semakin kuat, Mr. Rational akan terbunuh dan *trader* mendadak menjadi makin spekulatif. Makanya, ada nasihat klasik bagi *trader* untuk berhenti bermain saat hati dan kepala mulai panas.

Bagaimana cara mengendalikan Mr. Emotional? Pertama, menentukan beberapa aturan sebagai patokan bertindak (*rules of thumbs*). Aturan ini jadi *wake-up-call* yang membangunkan kita saat Mr. Emotional mulai beraksi. Misalnya, pensiunan, jangan pernah menyentuh uang pokok simpanan di deposito. Bagi *trader* saham, jangan bertransaksi melebihi jumlah uang tertentu. Bagi investor jangka panjang, komitmen untuk tetap memegang saham walau pasar sedang turun.

Kedua, mengendalikan lingkungan. Kita bisa menghindari obyek atau situasi yang membuat Mr. Emotional muncul. Misalnya, orang yang sedang berusaha berhenti merokok jangan menyimpan rokok di rumah. Saat ini teknologi internet memudahkan investor bertransaksi dengan biaya yang murah dan praktis. Sisi negatifnya, ini bisa mendorong investor berwawasan jangka panjang untuk lebih aktif bertransaksi. Padahal, para akademisi

mengingatikan adanya hubungan terbalik antara frekuensi transaksi dan imbal hasil saham.

Bagi investor yang gampang tergoda berubah menjadi *trader*, ada jalan tengah yang bisa ditempuh. Buatlah dua *brokerage account*. Pertama berisi mayoritas dana yang diinvestasikan dengan strategi *buy-and-hold* untuk menyenangkan Mr. Rational. Kedua, berisi minoritas dana untuk trading. Ini sekadar “having fun” memuaskan Mr. Emotional. Yang terpenting, jangan membuat keputusan saat kondisi ‘panas’. Redakan dulu emosi dan buatlah keputusan investasi pada saat kondisi ‘dingin’.
Peace!

Behavioral Finance dan Harga Saham

“If you don’t follow the stock market, you are missing some amazing drama.”

Mark Cuban
- *The owner of the NBA basketball team*
the Dallas Mavericks

KONTAN, 5 September 2008

Harga saham-saham di Bursa Efek Indonesia pada 2008 telah turun 25%. Padahal, sepanjang 2007 harga saham meroket 54%. Teori pasar modal efisien yang berasumsi bahwa investor berperilaku rasional tampak kesulitan menjelaskan *roller coaster* harga saham ini.

Teori pasar modal efisien berargumen bahwa harga saham telah mencerminkan semua informasi yang relevan sehingga saham tersebut dihargai secara “wajar” (*fairly priced*). Jika demikian, apakah wajar jika nilai sebuah korporasi bisa naik begitu cepat hanya untuk terjun bebas? *Behavioral finance* mungkin lebih tepat untuk menjelaskan fenomena ini.

Behavioral finance adalah suatu paradigma di mana pasar keuangan dipelajari menggunakan model-model yang dibangun

dengan landasan *cognitive psychology* dan *limit to arbitrage*. Psikologi kognitif menerangkan bagaimana “ketidakrasionalan” manusia mempengaruhi pergerakan harga saham.

Para psikolog kognitif telah mendokumentasi beberapa pola berkaitan dengan bagaimana manusia berperilaku seperti *overconfidence*, *heuristics*, *mental accounting*, *conservatism*, *disposition effect*. Kecenderungan *overconfident* manusia menyebabkan investor percaya bahwa mereka bisa mengalahkan pasar, sehingga strategi investasi aktif lebih banyak diterapkan daripada yang pasif.

Dengan *heuristics* atau *rules of thumb*, pembuatan keputusan menjadi mudah tapi cenderung tidak optimal. Misalnya, kebiasaan investor menggunakan aturan $1/N$ ketika mengalokasikan dananya. Jika harus membeli tiga saham, $1/3$ dari dana akan dialokasikan ke masing-masing saham.

Mental accounting merujuk pada kebiasaan investor memisahkan keputusan yang sebenarnya dapat dibuat secara bersamaan. Misalnya, kebiasaan investor membuat dua rekening investasi saham: untuk spekulasi dan untuk investasi yang didedikasikan bagi pendidikan anak. Contoh lain, investor cenderung lebih berani berspekulasi (lebih toleran terhadap risiko) dengan uang dari hasil keuntungan bermain saham daripada uang gajinya.

Investor juga cenderung konservatif. Mereka terlalu lambat bereaksi terhadap perubahan yang terjadi atau berita-berita baru. Akibatnya, proses harga saham merefleksikan perubahan harus berjalan secara bertahap. Hal ini menimbulkan pola tertentu pada harga saham dan melahirkan strategi analisis teknikal.

Disposition effect merujuk pada pola di mana investor

cenderung tidak mau mengakui “kekalahan”. Misalnya, seorang investor membeli saham pada harga Rp3.000. Harga turun menjadi Rp2.000 dan kemudian naik menjadi Rp2.800. Kebanyakan investor tidak akan menjual sahamnya sebelum harga melewati Rp3.000. Efek ini yang menerangkan mengapa pada saat pasar bergairah, volume perdagangan saham melonjak. Tapi ketika pasar sedang lesu, volume perdagangan turun.

Tentunya eksistensi investor yang “tidak rasional” belum cukup untuk menjadikan pasar tidak efisien. Jika ada harga yang salah akibat bias psikologi, mestinya para *arbitrageurs* siap memanfaatkannya dengan strategi arbitrase “*buy low sell high*” yang otomatis mengoreksi harga salah tersebut.

Karena itu, diperlukan asumsi kedua, yakni *limit to arbitrage*, yang artinya ada keterbatasan untuk melakukan arbitrase. Misalnya, manajer investasi yang menemukan saham yang salah harga belum tentu dapat memanfaatkan karena tidak ada jaminan bahwa harga salah bisa dengan cepat terkoreksi.

Harga saham yang salah bisa menjadi semakin salah seperti yang dialami Long Term Capital Management, *hedge fund* yang dinakhodai oleh dua pemenang Nobel Ekonomi: Myron Scholes dan Robert Merton. Petaka datang di 1998 ketika LTCM bertransaksi pada saham Royal Dutch dan Shell dengan mengambil posisi membeli saham yang “*undervalued*” dan *selling short* saham “*overvalued*”.

Yang terjadi adalah harga saham yang dianggap murah kian turun dan yang mahal kian naik. Kepanikan investor segera mengantar LTCM ke liang kubur dengan kerugian US\$4 miliar. Ironisnya, koreksi terhadap harga salah yang diperkirakan oleh Scholes dan Merton baru terjadi beberapa bulan setelah LTCM kolaps.

Behavioral finance, meskipun masih muda usia, tidak bisa dipandang sebelah mata. Ia bisa menerangkan, misalnya, mengapa investor di China lebih suka membeli saham dengan harga yang berakhiran angka delapan. Seperti diakui oleh Jay Ritter dari University of Florida, *behavioral finance* bukan disiplin ilmu yang terpisah, tapi akan segera bertumbuh menjadi bagian dari *mainstream* keuangan.

Menggapai Langit, Menginjak Bumi

“All of us would be better investors if we just made fewer decisions.”

Daniel Kahneman
- Nobel Laureate in Economics

KONTAN, 31 Agustus 2009

Saat banteng sedang berjaya di bursa saham (*bullish*), ada satu bahaya yang mengintai investor: *overconfidence* atau sikap terlalu percaya diri. Seperti kata Benjamin Graham, “*The investor’s chief problem—even his worst enemy—is likely to be himself*”.

Terlalu *pede* dapat diartikan sebagai kecenderungan orang untuk menilai terlalu tinggi kemampuan dan pengetahuan mereka. Riset membuktikan bahwa kita cenderung terlalu percaya diri. Misalnya, hampir semua orang merasa dirinya pengemudi mobil yang hebat. Para dokter secara konsisten terlalu berlebihan menilai kemampuan mereka mendeteksi penyakit pasiennya.

Overconfident tidak sama dengan *overoptimistic*, yaitu kecenderungan terlalu optimistis terhadap hasil sebuah aksi. Misalnya, jika Anda merasa krisis keuangan global segera berlalu, Anda mungkin terlalu optimistis. Tetapi jika Anda merasa lebih

jago dari kebanyakan investor dalam memilih saham, Anda mungkin terlalu percaya diri.

Di pasar modal, sikap terlalu pede mempengaruhi nasib investor melalui dua cara. Pertama, menurut pakar behavior finance, Profesor Barber dan Profesor Odean (2000), investor yang terlalu pede cenderung *overestimate* dalam menilai *private information* yang mereka miliki. Akibatnya, mereka terjebak untuk terlalu sering menjual-beli (*overtrading*).

Barber dan Odean meneliti 66.465 akun investor ritel di AS selama 1991-1996 dan menemukan, semakin sering investor bertransaksi, semakin buruk kinerja portofolionya. Misalnya, investor yang paling aktif menjual-beli bisa memperoleh imbal hasil (sebelum biaya transaksi) 0,5% di atas tingkat pengembalian pasar. Sayangnya, biaya transaksi yang tinggi membuat imbal hasil itu 6,5% lebih rendah daripada tingkat pengembalian pasar.

Pada penelitian ilmiah lain yang dipublikasikan pada 2002, Barber dan Odean mengingatkan kita akan bahaya transaksi melalui internet yang membuat jual-beli saham lebih mudah dan murah. Mereka meneliti 1.607 investor yang berpindah dari transaksi melalui telepon ke melalui internet. Investor tersebut memiliki kinerja yang bagus sebelum berpindah ke internet, yakni memperoleh imbal hasil 2% di atas imbal hasil pasar. Setelah bertransaksi melalui internet, mereka cenderung lebih aktif menjual-beli dan lebih spekulatif. Akibatnya imbal hasil mereka turun 3% di bawah imbal hasil pasar.

Kedua, sikap terlalu pede menciptakan gelembung finansial. Dalam modelnya, Profesor Harrison dan Profesor Kreps menunjukkan, investor cenderung terlalu tinggi memperkirakan prospek sebuah perusahaan karena merasa yakin ada investor lain yang

bersedia membayar lebih tinggi. Gelembung finansial ini bisa diperparah dengan perilaku ikut-ikutan (*herding*).

Pertumbuhan semu sudah terjadi sejak abad ke-17 ketika terjadi Tulip Mania di Belanda. Harga umbi tulip naik tajam akibat spekulasi bahwa umbi tulip bisa bernilai tinggi di masa depan. Sebuah umbi tulip bisa dihargai 10 kali lipat penghasilan setahun seorang seniman. Inilah yang dinamakan *Madness of Crowds* (kegilaan massa).

Pada abad ke-21, hal serupa terjadi di Indonesia beberapa tahun silam, yaitu ketika tanaman Anthurium dihargai hingga puluhan juta rupiah. Bahkan ada tanaman Aglaonema yang dihargai menurut jumlah helai daunnya. Sehelai satu juta rupiah!

Contoh pertumbuhan semu di pasar modal adalah "*Dot-com Bubble*" yang terjadi pada pertengahan 1990-an. Periode ini diwarnai dengan *internet boom*, ketika harga saham perusahaan melonjak hanya dengan sekadar menambahkan awalan "e" atau akhiran ".com" pada nama perusahaan.

Kegairahan terhadap potensi bisnis berbasis internet telah membuat investor mengabaikan harga wajar saham berbasis bisnis internet. *Dot-com bubble* pecah pada 2000 dan dampaknya luar biasa. Kejatuhan harga saham yang terjadi hingga Oktober 2002 telah meraibkan uang 5 triliun dolar AS.

Ironisnya, dampak dari bencana ini tidak berhenti di sini. Beberapa ekonom yakin bahwa *dot-com bubble* telah bermutasi menjadi *housing bubble* dan akhirnya menciptakan tsunami *subprime crisis* (krisis keuangan global) yang melanda dunia tahun 2008.

Sebagian besar korban pecahnya gelembung ini adalah investor yang masuk ketika gelembung telah matang, yakni mereka

yang sangat pede dan optimistis berlebihan. Makanya, investor bijak harus waspada dengan lonjakan IHSG beberapa bulan terakhir ini. Apakah *rally* tersebut memiliki landasan kuat? Atau sebuah gelembung yang akan segera pecah?

Tidak mudah menghindari sikap pede yang berlebihan. Bertambahnya pengalaman investor tidak secara otomatis mengurangi sikap tersebut. Mengapa? Menurut *neurobehavior*, cara seorang investor mengingat kegagalan berbeda dengan cara mengingat kesuksesan. Ini disebut *biased self attribution*; manusia berpikir bahwa kegagalan lebih disebabkan oleh nasib buruk atau kambing hitam lain, sedangkan keberhasilan berasal dari kehebatan dirinya. Bahkan investor profesional yang tahu banyak teori lebih mudah overconfident daripada investor pemula. Gender juga ternyata berperan: pria cenderung lebih sering bersikap terlalu pede daripada wanita!

Ada beberapa kiat untuk mengendalikan sikap terlalu pede. Cobalah mencari pendapat yang berseberangan (*contrary opinion*) bagi setiap opini investasi Anda dan selalu terbuka untuk mendengarkan argumen yang menantang pilihan Anda. Pikirkan beberapa alasan yang dapat membuat keputusan investasi Anda keliru. Jangan lupa melakukan evaluasi secara objektif terhadap kegagalan investasi agar Anda dapat belajar dan berkembang.

Anda bisa mencoba *test the water* dengan menggunakan *small pilot investment*, demikian saran George Soros. Jika ada tanda keberhasilan barulah menambah investasi. Lalu, cobalah mendiskon apa yang Anda yakini. Benjamin Graham, misalnya, menyarankan agar investor menggunakan hanya dua pertiga dari nilai intrinsik saham sebagai patokan harga maksimum dalam

membeli saham. Sisanya adalah *margin of safety* untuk mengantisipasi kesalahan hitung akibat sangat pede.

Akhirnya, kunci untuk mengatasi sikap pede berlebihan adalah mengakui dan menerimanya sebagai kelemahan dalam diri kita. Dengan merasa tidak terlalu pede sebenarnya kita sudah bersikap pede yang berlebihan. Tetaplah menginjak bumi.

Memilih Presiden ala Investor

Politicians are the same all over. They promise to build a bridge where there is no river.

Nikita Khrushchev
- *The leader of Soviet Union*

KONTAN, 6 Juli 2009

6 Juli 2009. Tibalah kita pada H-2 pemilu presiden (pilpres), waktu yang bersejarah bagi Indonesia. Lagu band Cokelat "Lima Menit Untuk Lima Tahun" mengingatkan kita pentingnya memilih, bukan asal memilih, tapi memilih yang terbaik.

Bagi si Polan, warga negara terdidik dan investor pasar modal, memilih calon presiden (capres) dan wakilnya, tidak lebih mudah dari memilih saham pemenang. Si Polan berusaha mencari sebanyak mungkin informasi mengenai capres.

Dia membedah semua aspek fundamental capres. Mulai dari latar belakang, visi, gaya kepemimpinan, kecerdasan, mazhab ekonomi yang dianut, hingga kontrak politik pada berbagai aspek, mulai dari pertumbuhan ekonomi, pendidikan, ekonomi, HAM, tenaga kerja, pertanian, hukum, pemerintahan, dan keamanan. Apakah sasaran dan program yang dijanjikan solid, terukur, dan realistis?

Sebagai fundamentalis sejati, si Polan melihat rekam jejak kinerja para capres. Untungnya semua capres punya pengalaman sebagai presiden atau wakil presiden.

Menganalogikan Indonesia sebagai korporasi, si Polan mencermati kebijakan pendanaan dan investasi negara. Ia sibuk menganalisis perubahan variabel ekonomi selama si capres berkuasa. Misalnya, pertumbuhan ekonomi, posisi utang luar negeri, IHSG, kurs rupiah, pengangguran, rakyat miskin, harga BBM, dan privatisasi BUMN.

Tidak lupa si Polan membedah tata kelola perusahaan (*corporate governance*), yakni masalah *moral hazard* antara pemegang saham (rakyat) dan manajemen (pemerintah dan partai politik pendukung). Ia yakin, pertumbuhan ekonomi tak banyak berarti jika rakyat tidak menikmati secara maksimal karena dikorupsi manajemen. Pun sebagai investor sejati, si Polan berharap, capres memiliki apresiasi dan potensi untuk membangun pasar modal yang solid.

Technical analysis? Si Polan cukup pintar untuk tidak memilih capres berdasarkan pola tertentu. Dulu ada keyakinan, akhiran nama Presiden Indonesia mengikuti kata "NOTONAGORO" (artinya menata negara). SoekarNO, SoeharTO dan seterusnya. Pola itu sudah tak laku karena yang terjadi "NO-TO-BIE-MAN-TI-LO". Toh, bukankah *technical analysis* lebih cocok bagi investor jangka pendek?

Meski berusaha rasional, aspek psikologis mempengaruhi pilihan si Polan. Untungnya, dia teringat ilmu behavioral finance sehingga berusaha mengoptimalkan pilihan dengan meminimalkan bias psikologis, seperti *confirmation bias* atau kecenderungan mencari konfirmasi atas apa yang diyakininya, lalu mengolah

informasi yang mendukung keyakinannya. Seperti pilpres, pemilih yang “jatuh cinta” pada capres tertentu cuma mau mendengar yang baik tentang jagonya. Padahal, seperti lagu band Earth, Wind & Fire, “*after the love has gone, what used to be right is wrong.*”

Dalam membuat keputusan, investor juga mudah dijangkiti *anchoring bias*, yaitu tendensi untuk terlalu mengandalkan patokan atau *anchor*, bisa berupa angka atau informasi. Di pasar modal, omongan analis saham tentang *support* dan *resistance level* akan menjadi patokan di benak investor. Akibatnya, keputusan jual atau beli berdasarkan angka patokan itu.

Pada pilpres, *positioning* yang kuat capres akan membentuk patokan di benak pemilih. Tanpa perlu tahu lebih jauh fundamental capres, pemilih akan membuat keputusan berdasarkan patokan tadi.

Pemilih sulit untuk lepas dari pemikiran, capres A lebih membela rakyat atau capres B lebih baik karena lebih cepat memutuskan. Maka ada isu pemanfaatan survei untuk membentuk panduan popularitas capres tertentu.

Hati-hati pula dengan *representativeness bias* atau tendensi pengambilan keputusan berdasarkan pengalaman terkini. Misalnya, ketika IHSG naik tinggi beberapa pekan terakhir, investor segera berpikir pasar telah pulih. Data sesaat dianggap mewakili siklus yang panjang.

Pada kampanye pilpres, para capres membombardir kita dengan informasi terkini guna menutupi kelemahan masa lalu. Pemerintah penahana juga berusaha mengambil hati rakyat agar melupakan ketidaknyamanan yang pernah dibuat.

Si Polan sadar bahwa ia harus memilih berdasarkan informasi

yang komprehensif. Meski demikian, ia masih bisa ketularan status quo bias, yakni kecenderungan untuk tidak ingin mengubah sebuah perilaku yang sudah *established* bila tidak ada insentif yang cukup menarik.

Akhirnya, gunakan hak pilih Anda dengan hati dan pikiran terbuka. Selamat mencontreng (secara rasional)! Semoga capres terpilih tidak memperlakukan janjinya seperti lirik lagu Kuburan Band: “Lupa Lupa Ingat”.

EFISIENSI PASAR





15/11/2018



Biarlah Bulan Berbicara

“October: This is one of the peculiarly dangerous months to speculate in stocks. The others are July, January, September, April, November, May, March, June, December, August and February.”

Mark Twain
- *An American author*

KONTAN, 28 September 2009

Seorang teman investor membisiki saya untuk menyiapkan dana guna memborong saham murah pada bulan Oktober nanti. Ia adalah tipe investor yang sadar nilai (*value investing*). Dia ikut memborong saham pada Oktober 2008, tatkala Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) turun drastis bahkan sempat menyentuh titik nadir di level 1100.

Saya terpaksa mencerna bisikannya secara serius. Benarkah ada bulan baik dan bulan buruk untuk membeli saham? Naluri peneliti mendorong saya untuk menjawab pertanyaan tadi, dan fakta menunjukkan, sebagian masyarakat kita masih percaya ada hari dan bulan baik untuk melaksanakan hajatan. Waktu diyakini berpengaruh terhadap keberhasilan tindakan atau keputusan.

Anda mungkin pernah mendengar iklan di televisi seperti ini: “Ini Selasa Kliwon, tidak cocok buat kamu untuk berhutang”, atau “Kamu lahir Kamis Pahing, jadi tidak cocok bekerja di air, cocoknya jadi pengusaha”. Bagi Anda iklan ini mungkin obat kocok perut yang mujarab. Namun kajian kepustakaan menunjukkan, bulan berdampak pada imbal hasil saham.

January Effect adalah suatu anomali di bursa saham dan sepanjang bulan tersebut harga saham melonjak. Ini menciptakan kesempatan bagi investor untuk membeli saham sebelum Januari dan menjualnya pada pertengahan hingga akhir Januari.

January Effect pertama kali ditemukan Profesor Donald Keim pada 1983 dan didukung oleh banyak kajian empiris lain di AS maupun negara lain. Umumnya mereka menemukan bahwa hasil saham harian (*daily return*) selama Januari secara nyata lebih tinggi ketimbang bulan lain.

Fenomena *January Effect* menunjukkan bahwa pasar modal tidak efisien. Menurut Eugene Fama, jika pasar modal efisien, tidak ada saham yang salah harganya. Harga saham yang terbentuk oleh hukum permintaan dan penawaran di bursa efek telah mengekspresikan seluruh informasi mengenai emiten saham. Jika pasar modal efisien harga saham (*what investors pay*) akan sama dengan nilai saham (*what investors get*).

Ada dua penjelasan utama tentang *January Effects*. Pertama, Hipotesa Pajak yang diajukan oleh Profesor Branch pada tahun 1977. Menurut teori ini investor di AS menunggu hingga akhir tahun pajak, biasanya Desember, untuk menjual saham mereka yang rugi, guna mengurangi beban pajak *capital gain* saham yang menanggung laba. Akibatnya terjadi tekanan jual luar biasa di akhir tahun. Selama Januari harga berangsur kembali “normal” akibat tekanan jual berkurang.

Kedua, Hipotesa Informasi. Menurut Profesor Rozeff dan Profesor Kinney, *abnormal return* yang terjadi pada Januari akibat penyampaian informasi baru kepada pasar. Mereka mencatat, perusahaan di AS punya kebiasaan mengumumkan kinerja perusahaan tahun sebelumnya pada awal tahun.

Untuk menjawab apakah *January Effect* di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah fakta atau sekadar mitos, saya meneliti hasil harian IHSG dari awal Januari 2000 hingga akhir Agustus 2009 dari <http://finance.yahoo.com>. Formula yang digunakan untuk menghitung imbal hasil harian adalah logaritma alam dari hasil bagi harga penutupan saham hari ini dengan harga penutupan saham kemarin [$\ln(\text{Price } t / \text{Price } t-1)$].

Dari sampel 2.330, saya memperoleh rata-rata imbal hasil harian adalah 0,05% per hari. Volatilitas hasil tersebut (diukur dengan standar deviasi) adalah 1,56% per hari. Hasil harian Januari ternyata 0,05% atau mirip dengan rata-rata sampel tersebut. Volatilitasnya juga tak jauh beda dari rata-rata, yaitu 1,73% per hari.

Imbal hasil harian Januari lebih buruk dibandingkan lima bulan lainnya, dan lebih baik daripada enam bulan lain dalam setahun. Namun ketika diuji secara statistika, perbedaan antara imbal hasil Januari dan bulan-bulan lain tersebut ternyata tidak nyata alias hanya kebetulan. Jadi, Januari bisa kita anugerahi gelar "Bulan Biasa".

January Effect tak terjadi di BEI selama periode 2000-2009 mungkin karena sistem pembayaran pajak *capital gain* di Indonesia berbeda dengan di AS. Bisa juga karena tak ada kecenderungan emiten mengumumkan kinerja tahun silam di awal tahun.

Namun bukan berarti bulan tidak berdampak pada imbal

hasil di BEI. Dari analisis regresi, saya memperoleh beberapa hal menarik. Desember dapat dinobatkan sebagai “Bulan Terbaik” karena memiliki imbal hasil harian tertinggi yakni 0,27% per hari, dan dengan volatilitas relatif rendah yakni 1,34% per hari. Desember lebih baik dari Februari, Agustus, September, dan Oktober. Apakah ini disebabkan aksi *window dressing* para pengelola dana? Entahlah.

Oktober terpilih sebagai “Bulan Terburuk”, karena memiliki imbal hasil harian negatif 0,18% dan dengan volatilitas tertinggi, yaitu 2,23% per hari. Oktober secara nyata lebih buruk dari April, Juni, Juli, November, dan Desember.

Penghargaan “Bulan Ragu-Ragu” jatuh pada Juli dengan volatilitas terendah, yakni 1,19% per hari dan dengan imbal hasil harian 0,12%. Jadi, biarkanlah bulan berbicara?

Paulnomics

"If I have noticed anything over these 60 years on Wall Street, it is that people do not succeed in forecasting what's going to happen to the stock market."

Benjamin Graham
- Warren Buffett's mentor

KONTAN, 19 Juli 2010

Bukan, ini bukan tulisan tentang Paul Krugman, sang pemenang Nobel Ekonomi 2008. Yang saya maksud adalah Paul dari Oberhausen, gurita paling tenar sedunia. Paul meramal hasil 8 pertandingan Piala Dunia 2010 dan selalu tepat. Binatang lain tidak bernasib sebaik Paul. Misalnya, Mani si Parkit Singapura yang memilih Belanda menang di final atau Leon si Landak Jerman yang meramal Australia mengalahkan Jerman.

Paul tentu tidak tahu sepakbola. Ia hanya memilih satu dari dua kotak berbendera tim yang akan berlaga, dengan pancingan makanan di dalam kotak tersebut. Bisa dikatakan pilihan Paul sifatnya random, mirip dengan kalau kita melempar koin uang. Probabilitas Paul menebak benar 1 pertandingan adalah $\frac{1}{2}$. Sedangkan probabilitas menebak secara benar semua pertandingan

(8) hanyalah $1/256$ alias 0,39%! Inilah yang membuatnya istimewa. Pekerjaan ini bukannya tanpa risiko. Ketika Paul tepat memprediksi bahwa Argentina akan kalah dari Jerman, seorang juru masak Argentina langsung memasukkan resep-resep masakan berbahan Octopus. Pawang Paul, Oliver Walenciak, langsung bereaksi, *“There are always people who want to eat our octopus but he is not shy and we are here to protect him as well. He will survive.”* Berita terakhir, seorang pengusaha Spanyol berusaha memboyong Paul ke Spanyol dengan rekor transfer Rp400 juta.

Paul lebih jago daripada saya yang hanya berhasil meramal tepat 4 dari 8 pertandingan yang sama. Dia juga lebih jago daripada semua komentator dan ahli sepakbola di jagad ini.

Padahal saya “ahli” sepakbola dan memiliki informasi tentang tim yang berlaga. Saya telah melakukan analisis fundamental secara cermat sebelum meramal tim yang bakal menang. Misalnya, kekuatan dan kelemahan dua tim yang akan berlaga. Secara fundamental, semua orang yang tahu sepakbola akan memilih Jerman mengalahkan Serbia (kecuali orang Serbia tentunya). Siapa sangka, hasilnya terbalik seperti diramal oleh Paul.

Sebetulnya fenomena Paul The Octopus bisa dijelaskan dengan teori kemungkinan. Pilihan Paul bisa diibaratkan melempar sebuah mata uang. Berdasarkan distribusi binomial, kalau kita melempar sekeping mata uang sebanyak 8 kali, kans terbesar adalah memperoleh hasil 4 head dan 4 tail (27%). Kans paling kecil adalah memperoleh 8 head dan 0 tail, atau sebaliknya.

Artinya jika ada 256 gurita yang diminta menebak 8 pertandingan ala si Paul, kemungkinan hanya ada 1 ekor gurita beruntung yang menebak semua pertandingan benar, 1 ekor gurita

sial yang semua tebakannya salah dan 70 ekor gurita normal yang hanya berhasil menebak secara benar 4 pertandingan. Atau jika si Paul diminta menebak rangkaian 8 pertandingan sebanyak 256 kali, kemungkinan ia menebak benar 8 pertandingan hanyalah sekali dari 256 kesempatan. Paul tampaknya menyadari hal ini sehingga ia memilih untuk pensiun selagi ada di puncak kejayaan.

Bermain saham jangka pendek (harian atau mingguan) bisa disamakan dengan menebak hasil pertandingan sepakbola. Pergerakan saham jangka pendek amat dipengaruhi oleh sentimen maupun ketakutan (*fear*) dan ketamakan (*greed*) pelaku pasar.

Warren Buffett bilang, dua penyakit supermenular ini selalu terjadi di komunitas investasi. Waktu, durasi, dan besarnya dampak dari epidemi ini sulit diprediksi. Maka, Buffett tak pernah berupaya mengantisipasi datang dan perginya ketakutan dan ketamakan itu.

Misalnya kita membeli saham dengan harapan dalam waktu satu atau dua hari harganya akan naik dan mendapat keuntungan. Dan ternyata kita benar. Jika kita mencoba bermain seperti itu lagi, bisa jadi kita salah tebak.

Selama pergerakan harga saham tidak memiliki pola alias bergerak acak, maka probabilitas “tebakan saham” kita benar (naik atau turun dalam satu atau dua hari) mirip dengan menebak hasil sepakbola. Artinya jika kita bermain 8 kali, probabilitas menang terus-menerus adalah sama dengan probabilitas si Paul berhasil menebak benar 8 pertandingan ($1/256$).

Kemungkinan paling besar (27%) adalah kita menang 4 kali dan kalah 4 kali. Jika besaran untung atau rugi dari setiap permainan saham tersebut sama, maka nilai harapan keuntungan

kita adalah nol, bahkan negatif karena harus membayar biaya transaksi. Kemungkinan kita menang 5 kali sama dengan kemungkinan kalah 5 kali (probabilitas 21%). Kemungkinan menang 6 kali sama dengan kemungkinan kalah 6 kali (probabilitas 12%). Kemungkinan menang 7 kali sama dengan kemungkinan kalah 7 kali (probabilitas 3,5%). Dengan kata lain distribusi permainan saham kita mengikuti distribusi normal.

Berita buruk bagi yang suka transaksi harian (*daily trading*) adalah jika pergerakan harga saham mengikuti pola acak (*random walk*). Dalam bahasa *Efficient Market Hypothesis*-nya Prof. Eugene Fama, pasar modal semacam ini adalah efisien bentuk lemah. Pertanyaannya, apakah pasar modal kita efisien bentuk lemah? Serpihan empiris menunjukkan demikian adanya. Memang bisa jadi harga saham emiten kecil terpola sesaat akibat aksi manipulasi harga. Namun bertransaksi pada saham spesialis gorengan ini berisiko amat tinggi.

Sebagian pelaku pasar aktif bertransaksi dan berharap bisa jadi si Paul. Kiat dari saya, cobalah mengkaji lebih dalam apakah bertransaksi saham jangka pendek baik untuk kesehatan kantong kita? *Auf wiedersehen*, Paul.

(Catatan: Paul the Octopus mati tak lama setelah Piala Dunia 2010 berakhir. Ia mati pada 26 Oktober 2010 karena sakit.)

Ronaldo Menyepak Saham

"If England is eliminated from the World Cup early, it may be a good day to look for bargains on the stock market."

John Ashton
- *An academician*

KONTAN, 21 Juni 2010

Acara Piala Dunia Sepakbola yang berlangsung sekali dalam empat tahun tidak hanya menyihir miliaran penduduk bumi tapi juga berdampak pada harga dan volume transaksi saham. Di Indonesia, misalnya, rata-rata volume transaksi harian selama berlangsungnya Piala Dunia lebih rendah 78% (tahun 1998), 13% (tahun 2002) dan 35% (tahun 2006) jika dibandingkan rata-rata transaksi harian sepanjang tahun.

Fenomena lesunya transaksi saham juga muncul di bursa negara lain, seperti Hong Kong dan Singapura. Belum jelas penyebabnya. Bisa jadi peristiwa sepakbola 4 tahunan ini dianggap lebih penting daripada bermain saham yang bisa dilakukan kapan saja. Mungkin mayoritas pemain saham aktif adalah penggemar sepakbola yang kelelahan begadang dan melotot di depan pesawat TV. Ada pula wacana bahwa para pemain saham yang berperilaku

spekulatif memindahkan sementara uang dan kegiatannya ke judi sepakbola.

Serpihan empiris ternyata lebih bisa menjelaskan pengaruh Piala Dunia terhadap harga saham. Ketika kesebelasan Prancis dilinggis Meksiko 2-0 Jumat silam, pemain saham di Bourse de Paris pun meringis. Peluang Prancis melaju ke babak berikutnya menjadi amat tipis dan indeks saham utama Prancis, CAC-40 Index, siap menangis.

Prediksi ini didasarkan pada riset yang dilakukan oleh mahasiswa doktoral Massachusetts Institute of Technology, Alex Edmans, bersama Diego Garcia dan Oyvind Norli (2007). Mengambil sampel Piala Dunia 1974 hingga 2002 di 39 pasar modal peserta Piala Dunia, mereka menemukan bahwa sehari setelah tim sebuah negara terdepak dari Piala Dunia, indeks harga saham negara tersebut mengalami penurunan kinerja sebesar rata-rata 0,5% jika dibandingkan kondisi normal. Misalnya, jika seharusnya indeks turun 2%, akibat kekalahan tersebut, indeks jadi melorot 2,5%. Efek negatif ini juga ditemukan di sport lain, seperti rugby, hoki es, baseball dan bola basket, namun dengan besaran jauh lebih kecil dari dampak sepakbola. Maklum Piala Dunia amat populer. Misalnya, Piala Dunia 2002 menyedot lebih dari 25 miliar penonton TV.

Yang menarik, Edmans, dkk., tidak menemukan dampak positif kemenangan satu tim terhadap harga saham. Menurut Edmans, dkk., kemungkinan besar para suporter tim terserang penyakit "overconfident" yang merasa bahwa timnya bisa memenangkan Piala Dunia. Maka, setiap kemenangan timnya dianggap hal yang wajar (*take it for granted*) dan kekalahan dianggap sebagai bencana.

Sayangnya pemain saham tidak bisa memanfaatkan hasil riset ini untuk memperoleh keuntungan besar karena selama bola masih bundar hasil sepakbola sulit ditebak. Jika menunggu sampai akhir pertandingan, sudah terlambat untuk menjual saham-saham pada bursa negara yang kalah karena harga saham segera turun. Misalnya siapa yang mengira Prancis akan kalah dari Meksiko.

Sebenarnya investor bisa melakukan *short selling* (transaksi jual tanpa memiliki saham karena investor memprediksi harga saham bakal turun) di Prancis dan sekaligus di Meksiko. Jika Prancis kalah dan harga saham jatuh, maka investor akan untung. Sedangkan kemenangan Meksiko tidak membawa dampak nyata pada harga saham. Namun menurut Edmans, dkk., keuntungan ini menjadi tidak berarti setelah dikurangi biaya transaksi. Jadi, strategi terbaik adalah membeli saham yang harganya berjatuh hanya gara-gara tim sepakbola kalah.

Riset lanjutan dilakukan oleh Guy Kaplansky dan Haim Levy (2008) dengan sampel pasar modal Amerika Serikat. Meski sepakbola kurang populer, sepertiga investor saham di sana adalah orang asing. Mereka menemukan bahwa apapun hasilnya, selama periode Piala Dunia rata-rata imbal hasil saham adalah negatif 2,58% per hari. Padahal pada periode bukan Piala dunia, rata-rata adalah positif 1,21% per hari. Jadi, investor bisa menerapkan strategi *short selling* saham sebelum Piala Dunia dimulai.

Kedua riset ini mengindikasikan hubungan yang amat jelas antara suasana hati investor dan harga saham. Investor yang tim kesayangannya kalah dan terdepak dari Piala Dunia mendadak merasa terpuruk, pesimistis dan tak bergairah. Jika Anda adalah

pengemar sepakbola, Anda pasti tahu yang saya maksud. Sepakbola punya sihir yang menimbulkan fanatisme kuat dari penggemarnya. Karena perubahan suasana hati menimpa mayoritas penduduk sebuah negara, dampak negatifnya tentu cukup kuat terhadap harga saham.

Penemuan Edmans, dkk., mempertegas peran aspek psikologis dalam pembentukan harga saham. Sejatinya, secara rasional tidak ada hubungan antara terdepaknya sebuah tim dari kompetisi dengan prospek bisnis perusahaan di negara tersebut. Secara bisnis, pemenang Piala Dunia adalah FIFA (Rp22 triliun), negara penyelenggara (Rp5 triliun), dan perusahaan sponsor. Jadi, pernyataan bahwa "*the stock market is all about psychology*" tampaknya tidak berlebihan. Investor bukan komputer. Mereka adalah komputer yang bisa sedih.

Menumpang Kereta Santa Claus

"I stopped believing in Santa Claus when I was six. Mother took me to see him in a department store and he asked for my autograph."

Shirley Temple
- *The most popular child star of all time*

KONTAN, 23 November 2009

Akhir tahun adalah periode yang menyenangkan bagi pelaku pasar di Bursa Efek Indonesia. Dari analisis imbal hasil harian IHSG sejak Januari 2000 hingga Agustus 2009, Desember selalu menjadi "Bulan Terbaik" karena memiliki rata-rata tingkat keuntungan harian terbesar (0,27%).

Saya juga menemukan bahwa pada periode 2002-2008, setiap tahun IHSG selalu mengalami kenaikan (*rally*) dari awal hingga akhir Desember dengan rata-rata kenaikan 6%. Penemuan ini sejalan dengan penelitian Profesor Sias (2007) yang menggunakan data periode 1984-2004 di pasar modal Amerika Serikat. Desember merupakan surga bagi para investor dibandingkan rata-rata keuntungan bulan lainnya sebesar 5,5%.

Ada apa di balik fenomena Santa Claus Rally ini? Diduga,

ada praktik *window dressing*. Umumnya, pengelola dana ingin laporan tahunan mereka ke investor tampak lebih cantik dari biasanya. Caranya dengan menjual saham yang berkinerja buruk selama beberapa bulan terakhir (*losing stocks*). Dananya dipakai membeli saham berkinerja bagus selama periode yang sama (*winning stocks*).

Aksi beli *the winning stocks* ini juga bisa mendongkrak kinerja reksadana. Kekhawatiran para investor reksadana adalah lonjakan harga ini bersifat semu karena tidak didukung aspek fundamental. Harga “diangkat” beramai-ramai oleh para manajer dana yang sedang giat bersolek.

Dari sudut pandang memaksimalkan imbal hasil bagi investor, *window dressing* bisa kontraproduktif. Karena mendorong manajer dana menjalankan skenario *buy high, sell low*. Terutama jika setelah periode tutup buku berlalu, manajer dana segera menjual saham-saham yang dipakai untuk berdandan.

Ada pula dugaan bahwa sebagian emiten melakukan *window dressing*. Caranya, menggunakan jasa beberapa pialang untuk mengangkat harga saham agar rapor manajemen emiten tampak lebih elok. Biasanya dilakukan pada satu atau dua minggu menjelang tutup buku. Emiten berkinerja buruk dengan jumlah saham beredar yang relatif sedikit punya kecenderungan melakukan *window dressing*. Soalnya, “biaya” untuk mengerek harga saham menjadi lebih murah.

Window dressing oleh manajer dana maupun emiten membuka peluang menanggung keuntungan jangka pendek melalui strategi *contrarian investing* dan *momentum investing*. Kecenderungan melepas *losing stocks* menekan lebih dalam harga saham itu. Ini kesempatan bagi *contrarian investor* atau *trader*

yang biasanya membeli saham saat mayoritas investor menjual.

Seperti ungkapan Nathan Rothschild, investor legendaris Inggris, "*The best time to buy is when blood is running in the streets*". Menjelang akhir tahun mereka akan membeli saham yang mungkin sudah *undervalued* pada harga diskon. Kemudian berharap harga saham tersebut pulih saat tekanan jual dari *window dressing* berkurang.

Sebaliknya, harga *winning stocks* akan melambung semakin tinggi ketika para *fund manager* berlomba memasukkan "cerita sukses" ini ke dalam portofolio mereka. Maka, harga saham menjadi kemahalan. *Contrarian trader* bisa mengambil keuntungan dengan menjual sahamnya saat kebanyakan investor membelinya, dengan perkiraan harga akan segera terkoreksi setelah tahun berganti.

Momentum investing adalah strategi yang memanfaatkan kelanjutan sebuah tren harga di bursa. *Momentum investor* atau *trader* yakin bahwa kenaikan tajam harga sebuah saham akan diikuti oleh kenaikan berikutnya. Sebaliknya, penurunan tajam harga akan diikuti oleh penurunan lanjutannya. Setiap kenaikan atau penurunan menjadi momentum bagi kenaikan atau penurunan berikutnya.

Berbeda dari *contrarian investing*, *momentum investor* justru mengikuti arus dengan membeli the *winning stocks* dan melakukan *short selling* terhadap the *losing stocks*. Mereka akan memegang the *winner*s sampai kenaikan harganya mulai melemah (sinyal untuk menjual).

Richard Driehaus, pelopor *momentum investing*, mengatakan "*Far more money is made buying high and selling at even higher prices.*" Strategi ini bisa memberikan imbal hasil yang

tinggi menjelang akhir tahun. Namun, strategi ini cukup berisiko. Bagaimana jika terlambat menjual dan ikut terbanting ketika harga mulai meluncur turun?

Walau rapor bursa saham tahun ini sudah sangat bagus, masih ada kemungkinan *Santa Claus Rally* akan datang kembali. Siapkah Anda menyambutnya?

Aroma Ketupat Lebaran di Bursa

“May Allah this occasion flood your life with happiness,
ur heart with love,
ur soul with spirtual,
ur mind with wisdom,
wishing u a very Happy Eid Mubarak.”

KONTAN, 6 September 2010

Menjelang Lebaran, beberapa sahabat bertanya, “Sebaiknya membeli saham menjelang atau sesudah Lebaran?” Naluri sebagai peneliti mendorong saya menjawab pertanyaan tadi. Lebaran mempengaruhi semua sendi kehidupan kita, terutama di bidang ekonomi. Jadi, sangat mungkin Lebaran berdampak terhadap pergerakan harga saham.

Saya bermaksud meneliti apakah pergerakan harga saham sehari sebelum dan hari pertama setelah libur Lebaran sama dengan pergerakan harga saham di hari-hari lain dalam satu tahun. Mari kita namai ini proyek “Ketupat Lebaran.”

Untuk menjawab apakah “Ketupat Lebaran” di Bursa Efek Indonesia (BEI) adalah fakta atau sekadar mitos, saya meneliti imbal hasil harian (*daily return*) IHSG dari Januari 2003 hingga Desember 2009. Formula yang digunakan untuk menghitung

imbal hasil harian adalah logaritma alam dari hasil bagi harga penutupan saham hari ini dengan harga penutupan saham kemarin.

Saya membagi sampel berdasar tahun, sejak 2003 hingga 2009. Di 2003, imbal hasil harian pada 23 Desember—hari terakhir sebelum bursa libur Lebaran—adalah 0,73%. Imbal hasil harian pada 29 Desember, hari pertama se usai libur Lebaran adalah 2,01%.

Kedua angka tersebut lebih tinggi daripada rata-rata imbal hasil harian di 2003 yang sebesar 0,21%. Menjelang Lebaran 2003, IHSG telah melejit menjadi 674 dari 423 di awal tahun. Artinya, harga saham cenderung naik sejak awal hari terakhir sebelum bursa libur Lebaran dan terus naik di hari pertama setelah bursa libur Lebaran.

Pada 2004, imbal hasil harian pada 12 November, hari terakhir sebelum bursa libur lebaran, adalah 0,95%. Imbal hasil harian pada 22 November, hari pertama bursa setelah libur Lebaran, adalah 0,63%. Keduanya lebih tinggi daripada rata-rata *daily return* di 2004 yang sebesar 0,15%. Sama dengan tahun 2003, hingga menjelang Lebaran 2004, IHSG telah melejit menjadi 928 dari 691 di awal tahun.

Menjelang Lebaran 2005, IHSG justru turun dari 1.186 di awal tahun menjadi 1.072. Kondisi *bearish* ini berdampak negatif terhadap *daily return* sebelum dan sesudah libur Lebaran. Imbal hasil harian sehari sebelum dan hari pertama sesudah libur Lebaran masing-masing negatif 1,13% dan negatif 0,86%. Angka ini lebih rendah daripada imbal hasil harian tahun 2005 yang sebesar 0,07%.

Pada 2006, bursa kembali ke kondisi bergairah (*bullish*)

seperti tahun 2003 dan 2004. Menjelang Lebaran, IHSG melesit menjadi 1.569 dari level 1.161 di awal tahun. Imbal hasil harian sehari sebelum dan hari pertama sesudah bursa libur Lebaran masing-masing adalah 0,27% dan 0,46%. Angka ini lebih tinggi dibandingkan imbal hasil harian sepanjang 2006, yaitu 0,18%.

Kondisi bergairah berlanjut hingga 2007. IHSG naik dari 1.813 di awal 2007 menjadi 2.639 menjelang Lebaran. Imbal hasil harian sehari sebelum dan hari pertama sesudah bursa libur Lebaran masing-masing 1,8% dan 1,48%, lebih tinggi daripada imbal hasil harian rata-rata pada 2007, yaitu 0,19%.

Tahun 2008, bursa mengalami penurunan kinerja yang sangat tajam. Menjelang Lebaran, IHSG turun hingga 1.844 dari level 2.739 di awal tahun. Sentimen negatif menjelang dan sesudah libur Lebaran seperti yang terjadi pada 2005 berulang. Imbal hasil harian sehari sebelum bursa libur Lebaran adalah negatif 0,73%. Setelah bursa dibuka kembali setelah libur, IHSG turun hingga 10% dalam sehari! Kedua angka ini lebih rendah daripada imbal hasil harian pada 2008 yang negatif 0,2%.

Tahun 2009 kondisi bursa membalik. IHSG naik tinggi dari 1.377 di awal tahun menjadi 2.440 menjelang Lebaran. Imbal hasil harian sehari sebelum dan hari pertama sesudah bursa libur Lebaran adalah 0,72% dan 0,48%, lebih tinggi daripada *daily return* di 2009 yang sebesar 0,26%. Artinya, strategi membeli saham di awal hari terakhir sebelum bursa libur Lebaran dan menjualnya di hari pertama setelah bursa libur Lebaran bisa menghasilkan untung.

Kesimpulannya, ada kecenderungan pada saat bursa menguat, menjelang dan sesudah Lebaran harga saham cenderung naik. Namun di saat bursa melemah (*bearish*), yang terjadi justru

sebaliknya. Dari perspektif *behavioral finance*, suasana hati investor mempengaruhi perilaku transaksi mereka. Dan ada kemungkinan Lebaran memperkuat suasana investor. Saat bursa membaik, investor makin bersemangat. Tapi begitu bursa melemah, investor semakin lemas. Nah, bagaimana aroma ketupat Lebaran di bursa tahun ini, yang berulang kali menyaksikan pemecahan rekor?

Demam Berdarah di Bursa Saham

“A market is the combined behavior of thousands of people responding to information, misinformation and whim.”

Kenneth Chang
- An author

KONTAN, 1 Februari 2010

Hal sepele bisa menimbulkan bencana. Meninggalnya Presiden Direktur atau CEO PT Astra International Tbk (ASII) Michael D. Ruslim karena demam berdarah sepantasnya kita sesali. Dari kacamata medis, itu kematian prematur yang terlalu sederhana. “Masih pantas CEO dikalahkan serangan jantung atau kanker. Tragedi kalau nyawa terenggut cuma gara-gara nyamuk,” kata dr. Hendarawan Nadesul (*Kompas*, 22/1/2010).

Kepergian mendadak Michael di pagi hari 20 Januari 2010 menyisakan duka bagi investor, sehingga memicu penurunan harga semua saham Grup Astra di Bursa Efek Indonesia. Harga saham ASII turun 1,24%. Saham PT United Tractors Tbk (UNTR) mengalami penurunan paling banyak, yakni 1,87%. Padahal, tidak ada sentimen negatif yang melanda Grup Astra maupun bursa saham pada hari itu. IHSG hanya naik tipis satu poin,

mengindikasikan bahwa harga saham lain cenderung konstan. Penurunan tajam saham ASII dan UNTR berlanjut hingga hari kelima di mana saham ASII dan UNTR telah turun 8% dan 11%.

Hal sebaliknya terjadi ketika Rachman Halim, Presiden Komisaris PT Gudang Garam Tbk (GGRM), mendadak wafat pada Minggu, 27 Juli 2008. Harga saham GGRM sontak naik 19,23% ketika bursa dibuka keesokan harinya. Lalu, melambung 23,38% hari berikutnya. Padahal, sejak awal tahun, harga saham GGRM sudah anjlok 54%.

Kedua fenomena ini bisa dijelaskan dengan teori pasar modal efisien Profesor Eugene Fama. Menurutnya, harga saham di sebuah bursa yang efisien akan berubah secara cepat dengan datangnya informasi baru yang relevan. Pelaku pasar akan segera menghitung nilai wajar saham berdasarkan informasi baru ini dan membuat keputusan beli, tahan, atau jual.

Pada kasus Grup Astra, tampaknya pasar mengapresiasi kepemimpinan Michael yang menjadi CEO ASII sejak 2005. Kinerja Grup Astra beberapa tahun terakhir memang cukup bagus. Pada 2008, misalnya, meski dihantam krisis keuangan global, *earnings per share* dan *revenue* ASII masih meningkat 40% dan 30%. Ada kekhawatiran dari sebagian pelaku pasar bahwa Grup Astra akan kesulitan mencari CEO baru sekaliber Michael Ruslim. Mereka menilai ulang saham grup ini dengan asumsi CEO pengganti tidak akan sehebat Michael. Hasilnya bisa ditebak, harga saham Grup Astra berguguran.

Lain halnya dengan kasus saham GGRM. Sebelum kematian mendadak Rachman, GGRM telah menjadi target akuisisi beberapa produsen rokok internasional, seperti British American

Tobacco dan Japan Tobacco Inc. Menurut isu yang beredar, keluarga besar Halim ingin melepas GGRM karena bisnisnya mulai meredup. Namun, itu ditentang keras oleh Rachman. Pantaslah jika harga sahamnya melambung ketika penghalang akuisisi telah tiada. Investor segera berspekulasi dengan membeli saham GGRM, karena biasanya harga saham perusahaan target akuisisi akan melambung setelah pengumuman akuisisi.

Bagaimana kelanjutan kedua kasus tersebut? Setelah mengalami penurunan selama sepekan, pada 28 Januari 2010, harga ASII telah kembali ke posisi Rp36.000 atau mendekati harga sebelum adanya berita duka. Demikian pula dengan saham Grup Astra lainnya. Mungkin, emosi pelaku pasar mulai mereda dan berharap adanya CEO yang kompeten memimpin ASII. Adapun pada kasus GGRM, harga saham melorot 16% setelah keluarga Halim dengan tegas membantah rencana penjualan GGRM.

Pelajaran apa yang bisa dipetik investor? Kedua kasus ini menunjukkan bahwa informasi publik yang diterima pasar segera tercermin pada harga saham. Tapi, apakah koreksi harganya cukup akurat? Ini yang mesti diwaspadai, karena pelaku pasar cenderung bereaksi berlebihan terhadap berita yang mengejutkan.

Teori Stock Market Overreaction oleh Profesor DeBondt and Profesor Thaler (1985) menyatakan, harga saham biasanya akan kembali ke posisi awal dengan sendirinya setelah naik atau turun tajam. Jika benar, maka seorang *trader* bisa menerapkan strategi kontrarian, yakni membeli saat investor lain berbondong-bondong menjual dan sebaliknya.

Sementara, investor jangka panjang sebaiknya tidak buru-buru menjual saham saat ada kabar buruk atau terlalu cepat membeli saat ada kabar baik. Tunggulah beberapa hari sampai

emosi pelaku pasar mereda dan harga mulai stabil sebelum membuat sebuah keputusan yang bening.

Penurunan harga saham Grup Astra adalah *a tribute to* Michael Ruslim, pemimpin yang rendah hati dan telah mengabdikan di Astra selama 27 tahun. *Bon voyage, champion.*

Bubble Pasti Berlalu

“Stock market bubbles don’t grow out of thin air. They have a solid basis in reality, but reality as distorted by a misconception.”

George Soros
- *The man who broke the Bank of England*

KONTAN, 11 Oktober 2010

Beberapa minggu ini topik yang sedang *hot* adalah kapan *bubble* IHSG akan pecah? *Bubble*? Benarkah kenaikan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) selama beberapa bulan terakhir ini telah menciptakan *stock market bubble* yang mengerikan?

Bursa saham kita sedang bergairah. Perhatikan data berikut: IHSG pada awal 2010 adalah 2575; pada 5 Oktober 2010 IHSG sudah menginjak angka 3591, naik 40% atau sekitar 53% jika dihitung dalam periode setahun (*annualised*). Angka ini sebenarnya tidak terlalu istimewa mengingat IHSG pernah mencetak kenaikan besar sebelumnya. Misalnya, naik 86% tahun lalu, 70% pada tahun 1999, 63% (2003), 55% (2006) dan 49% (2007). Namun jika dihitung dari awal 2009 hingga 5 Oktober 2010, IHSG telah melonjak 140%!

Financial bubble terbentuk ketika harga saham melambung jauh di atas nilai fundamentalnya. Ada beberapa faktor penyebab. Pertama, likuiditas yang berlebihan pada sistem keuangan. Ditambah dengan standar kredit bank yang buruk, hal ini bisa menyebabkan lonjakan harga saham karena maraknya spekulasi dengan menggunakan utang (*leveraged speculation*).

Kedua, faktor-faktor psikologi sosial. Misalnya, "*herding*", yakni kecenderungan investor mengikuti tindak-tanduk kelompok (*crowd*), dalam hal ini investor domestik mengikuti gerakan investor asing yang dianggap punya informasi lebih lengkap tentang prospek saham Indonesia.

Ketiga, *greed* (keserakahan) dan *fear* (ketakutan) para pelaku pasar. Kedua kekuatan pasar ini dapat berjalan bersama pada saat pasar bergairah. "Keserakahan" mendorong para pelaku pasar masuk ke bursa saham dan "ketakutan" akan kehilangan kesempatan meraup keuntungan besar (*opportunity lost*) membuat pelaku pasar lainnya ikut berbondong-bondong masuk.

Kembali ke pertanyaan apakah IHSG saat ini sudah kemahalan bahkan *bubble*? Ada pertimbangan bahwa kenaikan tajam IHSG di 2010 belum merupakan *bubble*. Pertama, kenaikan tinggi di tahun 2009 sebenarnya merupakan koreksi atas penurunan tajam harga saham (*market crash*) akibat hantaman krisis finansial global tahun 2008. Setahun sebelum krisis tersebut, IHSG sudah pernah menyentuh level 2800 sehingga IHSG sebesar 2500 di akhir 2009 dianggap cukup wajar.

Kenaikan IHSG seperti biasa dipacu oleh dana asing yang membanjiri pasar modal kita. Apa yang mereka cari? Apakah aliran dana ini sekadar tindakan spekulatif jangka pendek, yakni masuk untuk memancing harga naik lalu segera keluar saat harga

sudah cukup tinggi? Adakah alasan yang lebih sehat? Jika mereka memiliki horizon investasi jangka panjang, maka pertumbuhan ekonomi Indonesia yang cukup bagus dan kestabilan politik bisa jadi daya tarik. Selain itu, pertumbuhan ekonomi Indonesia yang masih positif saat krisis finansial 2008, akibat ketergantungan pada ekspor yang rendah, di tengah keterpurukan perekonomian negara maju merupakan daya tarik lain. Korelasi yang rendah antara saham di BEI dan saham di berbagai negara maju menawarkan efek penurunan risiko investasi tidak sistematis (*unsystematic risk*) yang lebih nyata.

Bank Indonesia maupun World Bank sepakat bahwa fundamental ekonomi Indonesia saat ini kuat. Pertumbuhan ekonomi pada kuartal kedua 2010 yang mencapai 6,2% merupakan yang tertinggi sejak krisis 2008. Prospek ekonomi Indonesia 2011 juga diramal cerah dengan ekspektasi pertumbuhan ekonomi di atas 6%. Artinya, jika kita mengabaikan penurunan tajam IHSG akibat krisis 2008, sejatinya IHSG di level 3600 bukan suatu hal yang istimewa alias memiliki pembenaran fundamental.

Price Earnings Ratio (PER) yang menjadi indikator utama sebuah *bubble* menunjukkan angka yang belum terlalu mengkhawatirkan. Prospek ekonomi yang cerah membuat prediksi *earnings per share* (EPS) para analis menjadi lebih tinggi. Akibatnya, harga saham yang tinggi diimbangi oleh *forecasted* EPS yang juga relatif tinggi, menghasilkan PER yang tidak terlalu tinggi. Ini nampak pada perhitungan PER IHSG para analis saham dan ekonom yang berada di kisaran 14 hingga 18 kali, angka yang belum terlalu tinggi. Artinya, IHSG masih punya harapan untuk menguat lagi hingga akhir tahun meskipun tidak banyak.

White X'Mas, Santa & January Effect

"From a commercial point of view, if Christmas did not exist it would be necessary to invent it."

*Katharine Whitehorn
- British journalist*

KONTAN, 17 Desember 2010

Ada banyak alasan untuk menyukai akhir Desember. Liburan, bonus tahunan, kedamaian Natal, Santa Claus yang rajin membagi hadiah, perusahaan tutup buku, investor menghitung *cuan* (untung) dan menyusun rencana investasi baru.

Desember juga mengekspresikan keceriaan para pelaku pasar di Bursa Efek Indonesia. Dari analisis saya terhadap imbal hasil harian (*daily return*) IHSG periode Januari 2000 hingga Agustus 2009, rata-rata imbal hasil harian di Desember mengalahkan bulan-bulan yang lain. Bahkan, di Amerika Serikat muncul takhayul mengenai hubungan Natal dengan harga saham di bursa yang disebut "*Boston Snow Indicator*". Jika kota Boston diselimuti salju putih pada hari Natal, maka harga saham di bursa AS tahun berikutnya biasanya naik. Misalnya, pada Natal 1995, Boston dihujani salju tebal dan pada 1996 indeks S&P 500

naik 20% lebih. Harap maklum, walau saat musim dingin, tak setiap hari salju turun di Boston. Agar bisa dikategorikan sebagai White Christmas, tebal salju minimal 1 inci pada jam 7 pagi.

Secara logika, tidak ada korelasi antara salju lebat saat Natal di Boston dan kinerja bursa AS. Terbukti, *Boston Snow Indicator* terjadi secara kebetulan. Namun, orang bisa saja berargumen bahwa White Christmas di Boston membuat suasana hati investor di AS jadi bagus dan lebih bergairah membeli saham. Seperti lagu Natal klasik yang dipopulerkan oleh Bing Crosby, "*I'm dreaming of a white Christmas...*"

Menjelang akhir tahun, ada pula *Santa Claus Rally* di bursa saham. Ini merujuk pada fenomena kenaikan harga saham antara Natal dan tahun baru. Profesor Richard Sias dari Washington State University mencari bukti empiris dengan mengambil sampel periode 1984-2004. Hasilnya: kenaikan harga saham rata-rata 5,5% dalam waktu sepekan menjelang tutup tahun. Bukti empiris juga mengindikasikan bahwa sejak 1945, S&P 500 mengalami kenaikan rata-rata 1,7% pada Desember. Ini berbeda dengan rata-rata kenaikan bulanan yang hanya 0,7%. S&P 500 juga memberikan imbal hasil positif pada Desember sebanyak 77% dari semua Desember sejak 1945.

Hasil yang senada saya peroleh ketika meneliti Bursa Efek Indonesia dengan sampel periode 2002-2009. Setiap tahun, IHSG di akhir Desember selalu lebih tinggi daripada di awal Desember dengan rata-rata kenaikan 5,3%. Saya juga mencoba menghitung kenaikan harga saham dari sehari sebelum Natal hingga akhir tahun selama periode 2002-2009. Setiap tahun, kecuali 2002, harga saham selalu naik hingga akhir tahun rata-rata 1,4%. Artinya, Santa Claus berminat juga ikut reli di lintasan

balap BEI, meskipun dengan kecepatan yang lebih lambat dibandingkan di AS.

Melihat perilaku IHSG menjelang akhir tahun ini, ada harapan IHSG ditutup lebih tinggi daripada angka saat pembaca menyimak artikel ini. Tentunya, para *trader* saham sudah siap dengan strategi beli sekarang dan jual pada awal tahun.

Santa Claus Rally berhubungan dengan *January Effect* yang jauh lebih populer. *January Effect* adalah fenomena harga saham, terutama saham perusahaan kecil, biasanya naik sejak sepekan sebelum pergantian tahun hingga dua minggu pertama di bulan Januari. Fenomena ini sering disebut "*turn-of-the-year effect*". Di bursa AS, dengan sampel 1950-2004, ditemukan bukti bahwa rata-rata imbal hasil selama tiga pekan periode *turn-of-the year* adalah 14,4%. Ini jauh di atas rata-rata imbal hasil 3 minggu hari-hari biasa yang hanya 3,9%.

Saya menghitung imbal hasil IHSG periode *turn-of the year* ini dengan data sejak Natal 2002 hingga Januari 2010. Dari delapan tahun pengamatan, hanya dua kali periode ini memberikan imbal hasil negatif, yaitu 2002 dan 2006. Rata-rata kenaikan jika membeli saham sehari sebelum Natal dan menjual pada 15 Januari tahun berikutnya adalah 3,1%.

Tapi, hati-hati jangan sampai terlambat menjual saham. Jika beli sehari sebelum Natal dan jual pada akhir Januari tahun berikutnya, imbal hasil melorot jadi 1,7%. Bahkan, dari delapan tahun pengamatan itu, empat kali imbal hasilnya negatif jika menunggu hingga akhir Januari. Perlu diingat, riset ini menggunakan IHSG, bukan saham perusahaan kecil.

Berbagai teori diusung untuk menerangkan anomali di bursa saham menjelang akhir tahun. Misalnya, alasan pajak, *window*

dressing oleh para manajer dana, pembagian bonus yang meningkatkan daya beli, hingga teori bahwa para investor pesimistis sudah berlibur. Bagi *trader*, yang lebih menarik adalah bagaimana menikmati suasana akhir tahun di bursa dan meraup keuntungan sebanyak-banyaknya. Sementara investor jangka panjang mungkin memilih berlibur dulu dan baru kembali memburu saham murah di akhir Januari.



15/11/2018



MITOS INVESTASI



15/11/2018



15/11/2018



Buy Superstition Sell Fact

"I have only one superstition. I touch all the bases when I hit a home run."

Babe Ruth
- *The greatest baseball player in history*

KONTAN, 7 December 2009

Di era modern ini, ternyata, takhayul atau istilah asingnya, *superstititon*, masih hidup subur. Misalnya, warna kuning dianggap pembawa sial di Spanyol. Olimpiade Beijing dibuka pada pukul 8 tanggal 8 bulan 8 tahun 2008. Tiger Woods selalu mengenakan kaos merah jika bertanding golf di hari Minggu.

Takhayul menjadi faktor "x" yang diyakini dapat mendukung keberhasilan atau menghindari terjadinya hal yang merugikan. Takhayul ternyata juga berlaku di bursa efek.

Berikut ini adalah empat contoh fenomena aneh tapi nyata yang berkembang di lantai bursa. Pertama, *Friday the 13th Effect*. Dalam budaya Barat, Jumat tanggal 13 diyakini sebagai hari sial. Di Inggris, kecelakaan lalu lintas pada *Friday the 13th* lebih tinggi daripada hari lainnya. Di pasar modal Amerika Serikat (AS), *Friday the 13th* menjadi bahan diskusi panas ketika

Kolb dan Rodriguez (1987) melaporkan bahwa imbal hasil saham pada *Friday the 13th* lebih rendah daripada imbal hasil di Jumat biasa.

Apakah fenomena *Friday the 13th* terjadi di Bursa Efek Indonesia (BEI)? Saya meneliti IHSG selama periode 2002–2009, di mana kebetulan terdapat 13 kali *Friday the 13th*. Dari sampel tersebut, terdapat tujuh kali imbal hasil positif dan enam kali imbal hasil negatif. Rata-rata imbal hasil *Friday the 13th* adalah 0,2% per hari, jauh di atas imbal hasil harian hari-hari lain (termasuk Jumat biasa) yang hanya 0,05%. Jadi, *Friday the 13th* di BEI tidaklah mengerikan, justru membawa nikmat.

Kedua, *Chinese Numerology Effect*. Dalam budaya China, angka memiliki arti yang spesial hanya karena fonetiknya. Tahun lalu, Yan Caigen, seorang investor di bursa Shanghai, membeli saham perusahaan semen hanya karena kode sahamnya (*ticker code*) bernomor 600881. Harga saham tersebut mendadak naik tiga kali lipat dan Yan percaya bahwa dua angka 8 tersebut adalah pembawa keberuntungan. Selain kode saham, investor China di bursa Shanghai dan Shenzen menyukai akhiran angka 8 dalam menetapkan harga beli. Sayangnya, belum ada riset mengenai itu.

Ketiga, *October Effect*. Di pasar modal, Oktober ibarat bulan kutukan. *Market crash* sering terjadi di bulan ini. Misalnya, *crash* pertama dalam sejarah bursa AS pada akhir Oktober 1929. Dalam waktu tiga hari, harga saham jatuh 30% dan memicu terjadinya *Great Depression*.

Pada 19 Oktober 1987 terjadi *Black Monday* di mana harga saham jatuh 23% sehari. Akhir Oktober 1997, harga saham jatuh 8% sehari akibat krisis keuangan di Asia. Penelitian saya juga

mengindikasikan, selama satu dekade terakhir di BEI, Oktober merupakan bulan dengan rata-rata imbal hasil harian terendah, yaitu negatif 0,24%.

Keempat, *Sell in May and Go Away* (SMGA). Ungkapan populer di pasar modal AS ini untuk menunjukkan kepercayaan pengaruh primbon terhadap harga saham. Dalam buku larisnya, *Stock Trader's Almanac*, Jeffrey Hirsch mengungkapkan superioritas periode awal November hingga akhir April (periode paling untung—*best period*) terhadap periode awal Mei hingga akhir Oktober (periode paling buntung—*worst period*). Rata-rata kenaikan harga saham-saham di Dow Jones pada periode paling untung selama 54 tahun terakhir adalah 7,5%. Sedangkan rata-rata harga saham selama periode paling buntung malah turun 0,05%.

Ternyata, fenomena SMGA ini terjadi pula di BEI. Dari analisis IHSG selama periode Mei 2001–Oktober 2008, saya menemukan rata-rata imbal hasil periode paling buntung adalah 2,5%, jauh di bawah rata-rata *best period* sebesar 25%. Dari 8 periode paling untung yang diteliti, terdapat 7 periode di mana investor menikmati keuntungan. Sedangkan dari 8 periode paling buntung, hanya 4 periode yang menguntungkan.

Masih banyak takhayul atau mitos yang beredar di bursa saham. Para ahli sepakat, takhayul muncul dari situasi ketidakpastian. Seseorang mencoba memiliki kendali atas ketidakpastian tersebut melalui aksi yang tidak ada kaitannya. Misalnya, pesepakbola yang percaya bahwa ia bisa bermain lebih bagus jika menyentuh gawang sebelum bertanding. Jadi, takhayul adalah *the illusion of control*.

Bagi investor saham, takhayul memudahkan pembuatan

keputusan membeli. Hal ini semakin menjauhkan pasar modal dari kondisi efisien, yang diteorikan oleh Eugene Fama (pasar rasional dan tidak ada saham yang salah harga). Aspek psikologis seperti *belief* dan *mood* investor ternyata berpengaruh terhadap pembentukan harga saham. Para *noise trader* berbasis takhayul ini bisa menghambat pembentukan harga wajar saham.

Kiat dari saya, meskipun terdapat serpihan bukti bahwa takhayul berkorelasi dengan harga saham, investor sebaiknya berhati-hati dalam menyikapinya. Korelasi antara dua variabel belum tentu menunjukkan adanya hubungan sebab dan akibat.

Dalam membuat keputusan, sebaiknya investor lebih berpijak pada aspek fundamental yang lebih bermakna. Jangan lupa selalu melakukan *diversification among securities* maupun *diversification across time*. Seperti lirik lagu hit Doris Day, “*Que sera sera, what ever will be will be, tomorrow not ours to see, que sera sera...*”

Menguji Kesaktian Angka Hoki Saham

“The house number is your first impression of the house.”

Jeff Huang
- Taiwanese Researcher

KONTAN, 21 December 2009

Sebagian investor di China lebih menyukai saham dengan kode saham (*ticker code*) mengandung angka hoki (dialek China yang berarti keberuntungan). Benarkah angka hoki membawa rezeki bagi para investor?

Saya menemukan sebuah riset menarik yang dilakukan oleh David Hirshleifer, guru behavioral finance dan editor jurnal keuangan kelas dunia *Review of Financial Studies*, bersama Jian dan Zhang dari Nanyang Business School (2009). Penelitian ini menguji apakah takhayul angka hoki berpengaruh terhadap pembentukan harga saham di bursa China.

Pada budaya China, angka 6, 9, dan terutama 8 dipercaya sebagai pembawa hoki. Ini karena fonetik (bunyi) mirip kata 'kemakmuran'. (angka 8), 'panjang umur' (angka 9), dan 'lancar' (angka 6). Sedangkan angka 4 dianggap sial karena kedengaran seperti kata 'mati'.

Kepercayaan yang berasal dari Konfusius dan Taoisme ini begitu mengakar dalam masyarakat China. Contohnya, seorang pengusaha China bersedia membayar Rp350 juta hanya untuk mendapatkan nomor plat mobil AW6666. Atau, puluhan ribu pasangan di China memilih menikah pada tanggal 09/09/09.

Hirshleifer dan timnya meneliti sampel 1.384 perusahaan yang masuk bursa atau *initial public offering* (IPO) di China selama periode 1991- 2005. Penelitian bisa dilakukan karena otoritas bursa Shanghai dan Shenzhen menggunakan sistem angka dalam kode saham. Misalnya, Bank of China memiliki kode saham 601988.

Ada tiga pertanyaan yang diajukan dalam penelitian itu. Apakah investor mempercayai takhayul angka hoki dalam memilih saham? Apakah investor di bursa efek menghargai lebih tinggi saham dengan angka hoki? Dan, yang terpenting, apakah angka hoki saham berdampak positif pada imbal hasil investor jangka panjang (sekitar 3 tahun pasca-IPO)?

Jika calon investor percaya pada angka hoki, diperkirakan perusahaan yang melakukan IPO berusaha mendapatkan kode saham yang punya angka hoki untuk menyenangkan investor. Saat saham diperdagangkan di bursa efek, tingginya permintaan akan saham dengan kode saham berangka hoki, akan melambungkan harga saham tersebut tanpa justifikasi fundamental. Maka, terbentuklah *lucky number premium* atau *bubble*.

Fenomena *overpricing* pada periode pasca-IPO ini sebenarnya umum terjadi karena *asymmetric information* dan perilaku investor yang terlalu percaya diri. Kepercayaan investor terhadap kesaktian angka hoki bisa membuat *overpricing* ber-

tambah parah. Dengan berjalannya waktu, saham yang tak wajar tingginya akan mengalami *reversal* karena dikoreksi oleh pelaku pasar. Biasanya pada tahun kedua atau ketiga pasca-IPO, investor mulai lebih rasional dan menyadari bahwa saham dengan kode saham berangka hoki ternyata tidak sehebat yang mereka bayangkan.

Dalam risetnya, Hirshleifer, dkk., membagi saham menjadi 3 kategori: untung (*lucky*, ada minimal satu angka hoki, tanpa angka 4), buntung (*unlucky*, ada angka 4 dan tidak ada angka keberuntungan), serta campuran (*mixed*, campuran angka 4 dan angka keberuntungan). Semua saham yang terdaftar di bursa Shanghai diawali dengan angka 6, sehingga awalan angka ini tidak dianggap sebagai angka hoki. Sedangkan di bursa Shenzhen tidak ada masalah dengan angka awalan 6 karena menggunakan awalan angka 0.

Hirshleifer, dkk., menemukan beberapa hal yang menarik. Ternyata sebagian besar investor di China memang percaya dengan angka hoki. Indikasinya, mayoritas calon emiten berusaha mendapatkan angka hoki dalam kode sahamnya. Misalnya, sekitar 60% saham IPO dikategorikan sebagai *lucky stock*, dan hanya 7% calon emiten yang nekat menjual sahamnya tanpa senjata angka hoki. Sisanya 33% termasuk *mixed stock*.

Selain itu, yang punya angka hoki pada *listing code* ternyata kebanyakan perusahaan besar. Ini mengindikasikan bahwa calon emiten besar punya daya tawar yang lebih tinggi. Atau bisa jadi otoritas bursa China menjual angka hoki tersebut kepada calon emiten.

Selain itu, ketika saham mulai diperdagangkan di bursa efek, investor ternyata bersedia membayar lebih mahal untuk saham

untung daripada saham buntung. Premi harga ini tidak bisa dijustifikasikan oleh aspek fundamental emiten dan akhirnya dikoreksi oleh pelaku pasar selama tiga tahun pascaIPO.

Indikasinya adalah dalam periode 3 tahun pascaIPO, *abnormal return* (imbal hasil saham di atas yang seharusnya) saham untung ternyata lebih rendah 0,5% per bulan dibanding abnormal return saham buntung. Tetapi, pada periode lebih dari 3 tahun pascaIPO, perbedaan *abnormal return* ini sudah tidak ditemukan. Artinya, investor membayar 'biaya pakai' angka hoki sebesar 0,5% per bulan tanpa hasil yang nyata. Mirip membeli nomor hoki untuk pelat mobil, bukan?

Semoga hasil penelitian ini bisa lebih menyakinkan kita bahwa pertimbangan fundamental, bukan takhayul, yang dipakai dalam memilih saham. Satu hal yang membuat saya lega, kode saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak menggunakan angka, tetapi huruf.

Benarkah Investor Asing Lebih Jago?

"The time of maximum pessimism is the best time to buy
and the time of maximum optimism is the best time to sell.

Sir John Templeton
- *Great stock investor*

KONTAN, 15 Juni 2009

Pasar modal Indonesia jatuh dan bangun bersama investor asing. Pernyataan ini tidaklah berlebihan, mengingat persentase kepemilikan investor asing yang dominan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Tercatat pada akhir tahun 2009, investor asing menguasai sekitar Rp436 triliun atau 67% dari kapitalisasi pasar.

Dominasi asing ini menimbulkan pertanyaan kontroversial: "Siapa yang lebih jago dalam berinvestasi, investor asing atau domestik?" Ada persepsi bahwa investor asing lebih piawai karena memiliki kelebihan dalam pengalaman serta ketrampilan investasi. Mereka dianggap memiliki keunggulan informasi (*information advantage*) sehingga jago dalam menilai prospek suatu negara maupun fundamental korporasi.

Sebaliknya, investor domestik sering diskenariokan kurang pede sehingga lebih suka mengekor strategi investor asing.

Akibatnya, investor asing mendapat keuntungan karena bisa masuk dan keluar dari bursa lebih dahulu (*timing advantage*). Namun, tidak semua setuju dengan pendapat ini. Ada kontra-argumen bahwa investor domestik justru lebih unggul karena memiliki informasi lokal yang tidak diketahui investor asing. Selain itu, investor lokal tidak memiliki kendala bahasa dan budaya.

Ranah akademik mencoba membuktikan pendapat mana yang benar. Hasil studi empiris ternyata bervariasi. Ada bukti bahwa kinerja investor asing lebih baik daripada investor domestik. Misalnya, di Taiwan dan Finlandia. Profesor Froot dan Profesor Ramadorai dari Harvard University (2001) bahkan menemukan bukti ini di 8 negara maju dan 17 negara berkembang. Sebaliknya, ada serpihan empiris bahwa di Korea dan Jerman kinerja investor domestik justru lebih baik daripada investor asing. Bukti bahwa kinerja investor asing dan domestik tidak berbeda ditemukan di Jepang.

Bagaimana dengan Indonesia? Dari timbunan artikel ilmiah, saya menemukan sebuah artikel dalam *Journal of Finance* berjudul "Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia". Buah karya Tomas Dvorak (2005) ini amat berharga karena publikasi tentang bursa Indonesia di jurnal ilmiah kelas dunia amat langka. Dvorak mencatat setiap transaksi pada 30 saham di BEI yang paling likuid selama Januari 1998 hingga Desember 2001. Ada tiga temuan penting dari penelitian dengan data 7,4 juta transaksi ini.

Pertama, tanpa membedakan perusahaan pialang yang dipakai, investor domestik di BEI ternyata lebih superior! Selama periode penelitian, mereka mencetak keuntungan Rp4 triliun

lebih banyak daripada investor asing. Artinya, investor domestik justru memiliki keunggulan informasi atas investor asing.

Kedua, ada perbedaan kinerja antara investor yang menggunakan pialang lokal dan pialang asing. Dvorak meneliti 200 perusahaan pialang, terdiri dari 179 milik lokal dan sisanya milik asing (misalnya, Merrill Lynch, HSBC, UBS). Perusahaan pialang, selain menjalankan order dari investor, juga menyediakan nasihat investasi kepada kliennya.

Umumnya investor asing di BEI menggunakan pialang asing, sedangkan investor domestik menggunakan pialang lokal. Dvorak menemukan bahwa dibanding dengan klien pialang lokal, klien pialang asing menikmati keuntungan jangka panjang yang lebih tinggi namun mencetak keuntungan jangka menengah (*intramonth*) maupun keuntungan jangka pendek (*intraday*) yang lebih rendah. Artinya, klien pialang lokal memiliki keuntungan informasi jangka pendek (*short-lived information advantage*), namun klien pialang asing lebih pandai dalam memilih saham fundamental bagus (*long-term winners*).

Ketiga, investor domestik yang menggunakan pialang global memiliki kinerja terbaik di antara semua investor. Ini mengindikasikan bahwa kombinasi antara keunggulan informasi lokal dan keahlian yang dimiliki pialang global mampu menciptakan kinerja superior di BEI.

Bukti lebih baru mengenai kinerja investor BEI dilaporkan oleh Profesor Agarwal, dkk., (2009). Mereka meneliti lebih banyak emiten (110) dengan data lebih panjang (Mei 1995-Mei 2003).

Mengamini hasil studi Dvorak, Agarwal, dkk., menemukan, dibanding dengan investor domestik, investor asing membayar

9% lebih tinggi ketika membeli dan menerima 14% lebih rendah saat menjual. Bedanya, Agarwal tidak sepakat bahwa keunggulan informasi menjadi penyebab perbedaan.

Menurut mereka, investor asing lebih agresif ketimbang investor domestik. Asing ingin cepat menyelesaikan transaksi sehingga membeli di harga lebih tinggi dan menjual di harga lebih rendah. Perbedaan biaya inilah yang membuat kinerja jangka pendek mereka lebih buruk. Ibarat pelari, investor domestik lebih jago di nomor *sprint*, sedangkan investor asing unggul di nomor maraton.

STRATEGI INVESTASI



03/11/2018



15/11/2018



Crouching Tiger, Hidden Buffalo

“Everyday I get up and look through the Forbes list of the richest people in America. If I’m not there, I go to work.”

Robert Orben

- American magician and professional comedy writer

KONTAN, 15 Februari 2010

Alkisah, Jade Emperor mengundang para binatang berlomba datang ke pesta. Mereka harus melewati sungai yang arusnya amat deras. Siapa pun di antara dua belas binatang itu yang tiba duluan, namanya akan diabadikan pada tahun itu.

Tikus dan kucing tidak pandai berenang, tetapi cerdas. Mereka menumpang di atas punggung kerbau yang naif tapi baik hati. Namun tikus yang ambisius mendorong kucing sehingga jatuh ke sungai (tak heran kucing amat benci tikus).

Ketika tiba di seberang sungai, tikus segera melompat mendahului kerbau menghadap Jade Emperor. Kerbau mencapai garis finish di urutan kedua, disusul macan. Makanya zodiak China diawali dengan tahun tikus, kerbau, dan macan.

Dalam berinvestasi ada tiga strategi yang bisa dianalogikan dengan kerbau, tikus, dan macan. Kerbau adalah binatang yang

lamban namun penurut, termasuk saat dipaksa mengerjakan sesuatu secara teratur dan dalam waktu lama. Ini mirip strategi investasi klasik *dollar cost averaging* (DCA).

Strategi ini “memaksa” investor menanamkan uang dengan jumlah yang sama secara teratur, misalnya setiap bulan atau kuartal. Keuntungannya, investor bisa membeli saham lebih sedikit saat harga sedang naik dan lebih banyak saat harga sedang turun. Semacam diversifikasi melalui waktu. Jadi, investor terhindar dari penyesalan membeli banyak saham pada harga selangit.

Misalkan kita sepakat menanamkan uang Rp100 setiap bulan selama 3 bulan. Harga saham di bulan pertama, kedua, dan ketiga adalah Rp20, Rp100, dan Rp50. Artinya, bulan pertama kita membeli lima saham, bulan kedua satu saham, dan bulan ketiga dua saham. Total ada delapan saham. Harga rata-rata yang dibayar Rp37,5 (Rp300 dibagi 8). Ini lebih murah daripada rata-rata harga saham Rp56,67 (Rp20 + Rp100 + Rp50 dibagi 3).

Tikus adalah binatang yang tidak menyisakan makanan yang tersedia. Ini mirip dengan strategi investasi *lump-sum* (LS). Jika investor punya sejumlah dana, maka ia akan segera menanamkan semuanya sekaligus, tidak dibagi-bagi seperti DCA.

Harga dan jumlah saham yang diperoleh tergantung pilihan waktu membeli. Dibanding dengan DCA, strategi ini lebih berisiko. Kita bisa mendapat saham murah atau sebaliknya.

Macan sangat kuat dan gesit. Dalam berburu ia mengandalkan *timing*. Macan bisa dianalogikan dengan strategi *market timing* (MT), di mana investor membuat keputusan beli atau jual saham berdasarkan prediksi fundamental ekonomi dan pasar secara jangka pendek. Mereka mengantisipasi pergerakan harga,

membeli sebelum harga naik dan menjual sebelum harga turun. Mana yang lebih hebat: kerbau, tikus, atau macan?

Strategi DCA amat populer di kalangan praktisi. Para pengelola dana kelas dunia, bilang: “*DCA is a technique which enables investors to reduce the short-term impacts of market highs and low*” (www.vanguard.com), atau “*The use of DCA is the second step in successful savings*” (www.merryllynch.com).

Namun, dari kacamata akademik, kehebatan DCA masih diperdebatkan. Awalnya bukti empiris cenderung mengindikasikan imbal hasil DCA lebih rendah daripada LS. DCA juga dianggap strategi yang suboptimal karena penurunan risikonya tidak terlalu nyata. Tapi, riset akademis lebih baru mengklaim bahwa DCA lebih efektif meminimalkan risiko sepanjang horizon investasi.

Bagaimana di Indonesia? Saya menganalisis data IHSG dari periode 2000-2009 (120 bulan). Misalkan ada dana Rp1.200 miliar. Skenario pertama, dana tersebut diinvestasikan bertahap sebesar Rp10 miliar tiap bulan pada saham-saham pembentuk IHSG. Skenario kedua, menanamkan Rp1.200 miliar sekaligus di awal 2000. Kemudian dihitung total nilai investasi pada akhir 2009. Ternyata, skenario pertama (DCA) memberikan rata-rata imbal hasil 21% per tahun, jauh di atas skenario kedua (LS) yang 14% per tahun. Bagaimanapun, DCA adalah strategi yang secara psikologis bisa membuat investor yang mudah cemas menjadi lebih nyaman. DCA mendisiplinkan kita berinvestasi pada saham atau reksadana secara teratur demi masa depan cerah.

Bagaimana dengan macan? Ternyata, MT bukan strategi investasi yang superior. Misalnya, penelitian Prosefor Malkiel dari Princeton University pada tahun 1999 mengindikasikan bah-

wa kemampuan manajer dana di AS dalam *market timing* sangat buruk. Buktinya, selama periode 1970-1998, jumlah dana yang diinvestasikan para manajer dana pada saham mencapai puncaknya sebelum harga saham turun. Lalu, mencapai tingkat terendah sebelum harga saham naik.

John Bogle, CEO Vanguard Group, berkata, “...*trying to do market timing is likely, not only not to add value to your investment program, but to be counterproductive.*” Ternyata, kerbau tidak sebodoh yang kita sangka dan macan tidak sehebat yang kita pikir. *Gong Xi Fat Choi.*

Investasi Damai ala Rip Van Winkle

“The average actively managed dollar must underperform the average passively managed dollar, net of costs.”

William F. Sharpe
- Nobel laureate in Economics

KONTAN, 15 Maret 2010

Rip Van Winkle tahu betul cara menikmati hidup. Ia suka tidur. Suatu hari ia tertidur di bawah pohon dan baru bangun 20 tahun kemudian. Dia sadar jenggotnya memanjang dan dunia di sekitarnya telah berubah. Istrinya dan sebagian besar temannya telah meninggal dunia. Beruntung, anak perempuannya masih mengenalinya.

Ini cerita klasik karya Washington Irving, pengarang Amerika Serikat (AS), yang dipublikasikan pada 1819. Lantas, apa hubungan Van Winkle dengan investasi?

Investasi saham terlanjur identik dengan petualangan mencari saham ‘salah harga’ (*underpriced*) atau yang bakal cepat naiknya. Agenda utamanya, mengamati pergerakan harga saham dan berita ekonomi bisnis, serta melakukan analisis teknikal dan fundamental yang rumit.

Berbagai strategi memilih saham dipraktikkan demi mencapai tujuan “menjadi kaya dalam sekejap”. ‘Permainan’ makin seru ketika investor lebih suka berinvestasi dengan horizon jangka pendek (*trading*). Ritme menang-kalah-menang-kalah jadi menu sehari-hari para investor. Ibaratnya pendulum, yang berayun diantara ketakutan (*fear*) dan ketamakan (*greed*). Dibutuhkan otot kawat jantung besi serta kematangan emosi.

Mengapa tidak mencoba sesuatu yang lain? Misalnya, berinvestasi dengan gaya Rip Van Winkle (RVW). Richard Thaler, pakar Ekonomi Keuangan dari University of Chicago bilang, “RVW would be the ideal stock market investor.” Sebagai investor ala RVW, kita membeli semua saham pada awal 1990 ketika IHSG di level 400. Kemudian kita ‘tidur’ selama 20 tahun sehingga tidak perlu merasakan panasnya suhu politik 1997, susahnyanya hidup selama Krisis Moneter 1998, dan kekhawatiran akibat krisis Subprime Mortgage. Bum! Saat kita terbangun pada awal 2010, IHSG sudah ada di level 2.500. Secara rata-rata, investasi di bursa Indonesia memberikan imbal hasil 10% per tahun.

Hasil lebih bagus jika kita beruntung mengoleksi saham perusahaan yang memiliki fundamental kuat dan tahan terhadap perubahan lingkungan. Misalnya, saham Grup Astra (ASII) yang dihargai Rp700 pada pertengahan 1997, telah meroket jadi Rp40.000 pada Maret 2010. Rata-rata imbal hasilnya 22,5% per tahun. Atau saham Telkom (TLKM) yang dihargai Rp950 pada akhir 1995, telah melonjak menjadi Rp8.600 pada Maret 2010. Rata-rata imbal hasilnya 17% per tahun. Jumlahnya masih ditambah penghasilan dividen sekitar 1%-3% per tahun, karena kedua emiten itu rajin membagi dividen.

Pijakan teori untuk strategi RVW adalah *Efficient Market*

Hypothesis dari Profesor Eugene Fama. Jika pasar modal yang efisien maka semua informasi yang relevan telah terekspresi ke dalam harga saham. Tidak ada saham yang salah harga: kemahalan (*overpriced*) atau kemurahan (*underpriced*).

Karena informasi datangnya acak atau random, maka harga saham juga akan bergerak random. Makanya, upaya meramal pergerakan harga saham adalah sia-sia. Kalaupun ada saham salah harga, umumnya keuntungan yang diperoleh tidak cukup untuk menutup biaya transaksi yang dikeluarkan.

Patut kita simak nasihat Prof. Gerber bahwa bursa saham itu seperti pria yang berjalan menaiki tangga dengan bermain yoyo. Dalam jangka panjang, naik-turunnya yoyo tidak ada kaitannya, sebab kakinya selalu melangkah naik. Jadi, kuncinya ada pada kaki, bukan yoyo. Konsisten dengan teori ini, berbagai serpihan empiris mengindikasikan strategi investasi aktif seperti *market timing* atau *stock picking* justru memberikan hasil lebih rendah daripada strategi investasi pasif seperti *indexing* (membeli seluruh saham yang ada pada suatu indeks pasar seperti LQ45) maupun strategi *buy and hold*.

Tertarik berinvestasi secara damai ala RVW? Ada empat langkah praktis. Pertama, tentukan berapa lama kita akan 'tidur': 3, 5, 10, 15, atau 20 tahun? Sesuaikan periode tidur ini dengan tujuan investasi kita. Misalnya, 5 tahun lagi membutuhkan uang untuk menyekolahkan anak sulung di luar negeri. Atau 15 tahun lagi membutuhkan dana untuk persiapan pensiun.

Kedua, pilih saham perusahaan yang memiliki *competitive advantage* serta *brand* dan *leadership* yang kuat, dan produknya masih dibutuhkan hingga setidaknya 20 tahun mendatang. Selain itu, konsisten membagi dividen, menerapkan tata kelola

perusahaan yang baik, dan adaptif terhadap perubahan lingkungan bisnis.

Ketiga, selalu lakukan diversifikasi karena kita tidak pernah tahu saham mana yang bakal melejit dan mana yang bakal memudar. Investasikan sebagian *free cash flow* pada 10 hingga 20 saham pilihan. Sisanya diinvestasikan pada obligasi pemerintah untuk berjaga-jaga, jika kita 'bangun' pada saat yang salah.

Langkah terakhir dan yang paling sulit, tetaplah 'tidur' sesuai jadwal tanpa terpengaruh hiruk-pikuk harian pasar modal. *Good night, folks!*

Ilusi Malaikat Martingale

“In this business if you’re good, you’re right six times out of ten. You’re never going to be right nine times out of ten.”

Peter Lynch
- *The greatest fund manager*

KONTAN, 1 Maret 2010

Bagaimana cara membangkrutkan sebuah bank Inggris yang telah berumur 233 tahun serta selamat dari Perang Napoleon dan dua perang dunia? Belajarlah kepada Nick Leeson, Chief Derivative Trader Barings Bank di Singapura, yang aksi spekulasi kontrak *futures*-nya berbuah bencana kerugian US\$1,3 triliun. Leeson menerapkan *Doubling Strategy*. Dia secara terus-menerus menggandakan jumlah uang yang “dipertaruhkan” ketika harga jatuh.

Doubling Strategy atau *Martingale System* merupakan salah satu strategi judi paling tua. Misalkan, kita berjudi lempar mata uang dengan taruhan Rp100. Jika tebakan benar, kita menerima dua kali lipat, yakni Rp200. Kalau salah, berakhir nol.

Kita akan melipatgandakan uang setiap kali salah menebak. Jika pada lemparan pertama tebakan salah, kita pertaruhkan

Rp200 pada permainan berikutnya. Jika kemudian benar, kita menerima Rp400. Ini cukup mengembalikan uang taruhan yang raib dalam permainan pertama (Rp100), permainan kedua (Rp200), dan masih ada untung Rp100.

Bagaimana jika pada permainan kedua juga kalah? Teruslah bermain dengan uang taruhan dilipatgandakan jadi Rp400. Jika benar, kita akan menerima Rp800. Maka, kerugian permainan pertama dan kedua serta uang taruhan permainan ketiga (Rp400) tertutupi dan masih ada sisa Rp100. Jadi berapa pun uang yang telah hilang pada permainan sebelumnya, Martingale System memberikan hasil sebesar uang taruhan pertama.

Apakah strategi ini bisa diterapkan pada dagang saham? Umumnya *trader* ingin segera menutup kerugian dari penurunan harga saham. Kendalanya, jika saham turun 50%, diperlukan kenaikan 100% agar bisa kembali ke titik semula.

Misalnya, kita beli satu saham seharga Rp100. Lalu, harganya turun 50% jadi Rp50. Jadi, diperlukan kenaikan 100% kembali ke Rp100. Bagaimana cara mendapat kembali uang dengan persentase kenaikan sama dengan persentase penurunan?

Jika harga saham turun dengan persentase tertentu, misalnya 10%, belilah saham itu dengan dana dua kali lipat dari sebelumnya. Jika kemudian harganya naik 10%, semua kerugian akan pulih.

Misalnya, kita membeli satu saham seharga Rp100. Jika harganya turun jadi Rp50, belilah empat saham dengan dana Rp200. Bila harganya naik jadi Rp75, kita memiliki Rp375 (dari 5 x Rp75) dan menyisakan keuntungan Rp75.

Jika harganya turun dari Rp50 jadi Rp25, belilah 16 saham dengan dana Rp400. Pada posisi ini, jika harganya naik 50% jadi Rp37,5 maka kita jual 21 saham dan menerima Rp787,5. Padahal,

modal kita hanya Rp700. Jika harganya masih turun lagi jadi Rp12,5, belilah 64 saham dengan dana Rp800. Jika harganya lalu naik 50%, strategi ini akan memberikan keuntungan Rp93,75.

Sebelum menganggap Martingale ini malaikat bagi *trader*, ada dua hal yang perlu diperhatikan. Pertama, tak ada jaminan harga saham yang turun akan segera balik arah. Misalnya, harga saham BUMI pada 2008 turun dari Rp8.550 jadi Rp470 dalam tujuh bulan. Kedua, jika harga saham turun terus, *trader* harus menyiapkan dana besar melanjutkan permainan doubling. Kenaikannya secara eksponensial. Misalnya, 1, 2, 4, 8, 16, 32, 64, 128, 256, 512, 1024, dan seterusnya.

Padaahal jika akhirnya “menang”, keuntungan yang diperoleh tidak seberapa. Jadi, keuntungan tidak sepadan dengan risiko. Selain itu, tak semua *trader* memiliki dana cukup banyak. Jika terpaksa berutang jangka pendek, risikonya jadi makin liar. Kedua hal ini yang membuat Leeson terpuruk perjudiannya.

Daniel Kahneman, pakar psikologi pemenang Nobel Ekonomi 2002 untuk penemuannya yang disebut “Prospect Theory”, dan Amos Tversky berteori, orang cenderung memilih keuntungan lebih pasti namun berjudi saat posisi rugi atau kalah. Jika diberi pilihan: (1) pasti terima uang Rp100, (2) melempar mata uang agar terima Rp200 jika tebakkan benar dan nol jika salah, orang cenderung memilih yang pertama. Namun, jika diberi pilihan: (1) pasti rugi Rp100, atau (2) melempar mata uang, yang jika tebakkan benar maka tidak rugi, dan jika salah maka rugi Rp200; mayoritas orang memilih pilihan kedua.

Bukti empiris di pasar modal berbagai negara menunjukkan mayoritas manajer dana cenderung terjangkit virus psikologis ini. Saat “menang” mereka segera merealisasikan keuntungan; saat

“kalah” cenderung meningkatkan dana investasi dan berperilaku spekulatif untuk memulihkan dana yang hilang.

Kasus Barings Bank menjadi peringatan kita agar tidak terjebak pada ilusi bahwa *Martingale System* adalah malaikat penyelamat. Ia bisa berubah menjadi pembawa bala bencana.

Opsi Pensiun Dini atau Kerja Rodi

“There are two times when a man shouldn't speculate: when he can't afford it, and when he can.”

Mark Twain
- An American humorist

KONTAN, 26 April 2010

Setelah menerapkan strategi yang ada dalam piranti lunak “Super Cuan” (bukan nama sebenarnya), saya memperoleh imbal hasil 200% dalam waktu sebulan melalui investasi pada kontrak opsi saham. Demikian bunyi testimonial Mr. Gemblung (juga bukan nama sebenarnya) di sebuah iklan pelatihan investasi pada sebuah harian bisnis. Di halaman sampingnya ada berita tentang pengawas pasar modal Amerika Serikat, yang menuduh Goldman Sachs menipu saat menjual *collateralized debt obligation* (CDO).

Asal tahu saja, transaksi CDO ini menjadi salah satu penyebab utama krisis keuangan global 2008. Investor sebaiknya mengenali cara kerja kontrak opsi saham (KOS), karena besar kemungkinan akan ditawari produk ini. Ingat prinsip dasar investasi: jangan pernah membeli suatu produk yang tidak dikenali dengan baik.

KOS adalah produk finansial yang memberi hak kepada

pemegangnya untuk membeli saham pada harga tertentu saat atau sebelum waktu tertentu (*expiration date*). Ini bisa berupa hak beli (*call option*) atau hak jual (*put option*). Cara mendapatkannya, pembeli KOS harus membayar sejumlah uang yang disebut premi (*call* atau *put premium*). Karena yang dibeli hak, tak ada kewajiban bagi pemegang KOS menggunakan hak tersebut. Analoginya seperti membeli asuransi kesehatan. Pemegang polis hanya menggunakan haknya jika sakit.

KOS bagaikan pedang bermata dua. Di satu sisi bisa digunakan untuk melindungi investor dari kerugian akibat fluktuasi harga saham (*hedging*). Di sisi lain, bisa dipakai sebagai alat spekulasi. Misalnya, pada 21 April 2010 kita berencana membeli saham Microsoft Inc. (MSFT) sebulan mendatang. Harganya saat itu US\$31,3.

Jika khawatir harga saham MSFT akan naik, kita dapat membeli *call option*, misalnya dengan harga eksekusi US\$30 dan jatuh tempo 21 Mei 2010. Ada berbagai pilihan *exercise price* yang ditawarkan. Informasi MSFT bisa dilihat di <http://finance.yahoo.com>. Masukkan kode MSFT, lalu pilih *options* di sebelah kiri atas.

Saat jatuh tempo, jika harganya di atas US\$30, kita bisa mengeksekusinya. Satu saham diperoleh dengan membayar US\$30. Jika harganya di bawah US\$30, kita tidak perlu repot mengeksekusinya karena bisa membeli saham itu di Wall Street. Jadi, *call option* ini memberi asuransi bagi investor bahwa maksimum uang untuk membeli saham MSFT US\$30. Bahkan bisa kurang. Enak bukan? Namun fleksibilitas ini harus dibayar dengan *call premium* US\$1.

Praktiknya, KOS lebih banyak digunakan untuk tujuan

spekulasi. Jika spekulasi memprediksi harga saham akan naik, ia akan membeli *call option*. Jika menduga harga turun, bisa membeli *put option*. Di negara yang pasar modalnya maju, nilai transaksi KOS bisa menyamai bahkan melebihi nilai transaksi saham. Maklum, spekulasi menggunakan KOS memberikan hasil lebih fantastis dibandingkan investasi langsung pada saham.

Misalnya, kita punya dana US\$31,3 dan memprediksi harga saham MSFT akan naik di Mei 2010. Ada dua alternatif mencari untung. Pertama, dana tersebut digunakan untuk membeli sel lembar saham MSFT. Jika pada 21 Mei saham MSFT naik jadi US\$35, imbal hasilnya sebesar US\$3,7 atau 11%.

Skenario kedua, membeli *call option* dengan *exercise price* US\$30. Karena *call premium* US\$1, kita bisa membeli 31 hak untuk membeli 31 lembar saham pada harga US\$30. Jika harga saham MSFT naik ke US\$35, kita akan mengeksekusi hak beli. Keuntungannya sebesar US\$5 per *call option* (dari selisih US\$35 dan US\$30). Karena punya hak beli 31 saham, kita menikmati keuntungan total US\$155 alias 400%! Ini jauh lebih tinggi daripada imbal hasil bermain saham dengan modal hampir sama.

Jadi benarkah KOS bisa membuat kita pensiun dini? Ya. Namun, KOS juga bisa membuat orang jatuh miskin dalam sekejap mata. Bagaimana jika harga saham MSFT turun jadi US\$25?

Skenario beli saham membuat rugi US\$6,3 alias 20%. Tapi, skenario beli KOS akan menyebabkan seluruh uang ambles alias rugi 100%. Mengapa? Saat harga saham MSFT lebih rendah dari *exercise price*, kita tidak bisa menggunakan hak beli. Karena sudah jatuh tempo, hak itu hangus dan kita kehilangan seluruh dana untuk membeli hak tersebut.

Ada dua hal yang membuat KOS amat berisiko. Pertama, KOS memberi daya ungkit (*leverage*) untuk berspekulasi dengan jumlah dana lebih besar dari yang dimiliki. Pada KOS yang kita beli adalah HAK untuk membeli saham, bukan membeli sahamnya.

Pada contoh tadi, dengan dana yang sama KOS memungkinkan kita berspekulasi dengan 31 saham, bukan sekadar 1 saham. Tapi, bahayanya, hak beli bisa lenyap dalam waktu pendek jika tidak bisa digunakan.

Kedua, waktu jatuh tempo KOS relatif pendek, hanya berkisar beberapa bulan. Dua unsur ini meningkatkan risiko spekulasi. Dengan bermain KOS, alih-alih pensiun dini, bisa jadi kita terpaksa kerja rodi sampai mati.

Peluang dari Dividend Drop-Off

“Everyone has the brainpower to follow the stock market. If you made it through fifth-grade math, you can do it.”

Peter Lynch
- *Portfolio manager of the Fidelity Magellan Fund*
(1977 - 1990)

KONTAN, 24 Mei 2010

Bill Gates terkenal amat dermawan. Namun soal membagi dividen buat pemegang saham, ia amat pelit. Bayangkan, Microsoft Inc. yang *go public* pada 1986 baru membayar dividen pada 2003. Saat itu jumlah uang tunai Microsoft sudah mencapai US\$40 miliar dan jumlah dividen yang dibayar pun hanya US\$870 juta.

Di Indonesia, medio Mei, Juni, dan Juli merupakan musim pembagian dividen. Tak heran jika investor penggemar dividen kian bergairah untuk mengoleksi saham-saham yang rajin bagi dividen. Harap maklum, tidak semua dari 414 emiten yang terdaftar di BEI membayar dividen. Tahun 2009, hanya 140 emiten (33%) membagi dividen.

Perusahaan bisa memilih tidak membagi dividen untuk mendanai pengeluaran investasi. Jika investasi tersebut

menguntungkan, harga saham akan naik dan investor menikmati keuntungan (*capital gain*). Misalnya, Microsoft Inc. yang harganya telah naik menjadi 240 kali lipat selama periode tidak membagi dividen (1986–2003). Karena laba bersih adalah milik pemegang saham, keputusan pembagian dividen ada di tangan pemegang saham.

Ada juga perusahaan yang membagikan seluruh laba bersihnya dalam bentuk dividen, misalnya PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR). Pada 19 Mei 2010, UNVR mengumumkan pembagian laba bersih UNVR tahun 2009 sejumlah Rp3 triliun. Para pemegang saham UNVR akan menerima dividen Rp299 per saham. Jika dividen ini dibagi harga pasar saham UNVR pada tanggal pengumumannya yang sebesar Rp14.850, memberikan imbal hasil dividen (*dividend yield*) sebesar 2%.

Imbal hasil dividen ini jika ditambahkan pada hasil dari persentase kenaikan harga saham (*capital gain*) akan menghasilkan total imbal hasil investasi. Jadi, kalau Microsoft tidak bagi dividen namun harga sahamnya terbang ke langit, investor bisa jadi sudah lupa soal dividen.

Pada umumnya investor menyukai dividen. Ini mengherankan karena pajak atas dividen umumnya lebih tinggi daripada pajak atas *capital gain*. Di Indonesia, pajak dividen 10% dan bersifat final. Namun pajak *capital gain* hanya 0,1% dari nilai saham yang dijual. Misalnya, penerima dividen UNVR Rp299 akan membayar pajak Rp29,9. Jika ia menjual saham UNVR pada Rp14.850 ia hanya kena pajak Rp14,85. Selain itu, laba korporasi, yang sejatinya telah dikenai pajak penghasilan, ketika dibagikan dalam bentuk dividen akan ditarik pajak lagi. Pajak ganda ini jelas merugikan investor yang menerima dividen.

Jika investor menyukai dividen, kemungkinan karena mereka membutuhkan uang untuk konsumsi saat ini. Misalnya, investor yang mengandalkan dividen untuk hidup (*income investor*). Atau investor melihat dividen sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang cerah. Bagi *value investor* atau investor jangka panjang seperti Benjamin Graham atau Warren Buffett, kestabilan perusahaan membagi dividen menjadi salah satu kriteria untuk memilah perusahaan bagus dan buruk.

Pembayaran dividen diawali dengan *dividend announcement date* di mana emiten melakukan paparan publik tentang jumlah dan kapan dividen dibagi. Kemudian ada *cum dividend date* dan *ex-dividend date*. Investor yang membeli saham pada *cum-date* akan menerima pembayaran dividen. Jika membeli sehari sesudah *cum-date*, yakni pada *ex-date*, ia tidak berhak atas dividen. Misalnya, 17 Juni 2009 adalah *ex-dividend date* untuk dividen saham PT Astra International Tbk (ASII) sebesar Rp570. Dividennya akan dibayar pada 22 Juni 2009 (*payment date*).

Dividen tak hanya penting buat investor jangka panjang, tapi juga investor jangka pendek. Pada *ex-dividend date*, secara teoretis harga saham akan turun sebesar nilai dividen yang dibagikan karena investor yang membeli pada *ex-date* tidak memperoleh dividen. Pembagian dividen juga membuat aset perusahaan berkurang sebesar total dividen yang dibagikan. Penurunan harga pada *ex-date* ini disebut *dividend drop-off*.

Tapi riset empiris mengindikasikan, *dividend drop-off* umumnya lebih rendah daripada dividen yang dibayarkan. Pada pasar yang sempurna dan tanpa pajak dividen, *dividend drop-off* akan sama dengan besarnya dividen yang dibagi. *Dividend drop-off* yang lebih rendah daripada dividen yang dibagikan sering

diartikan bahwa investor kurang menyukai pembagian dividen, karena mereka harus menanggung pajak yang tinggi. Misalnya, harga saham ASII pada 16 Juni 2009 (*cum-date*) ditutup pada harga Rp23.000. Keesokan harinya (*ex-date*), harga hanya turun Rp200, padahal dividen yang dibayar Rp570.

Fenomena ini menimbulkan peluang jangka pendek (*arbitrage opportunity*). *Trader* bisa membeli ASII pada *cum-date* dan menjualnya pada *ex-date* dan menikmati imbal hasil lumayan. Pengamatan saya terhadap *dividend drop-off* saham-saham unggulan di BEI menunjukkan adanya peluang ini. Jadi jangan heran jika yang suka berburu saham yang rajin membagi dividen justru bukan investor jangka panjang.

Cuan Cara CAN SLIM

"90 percent of the people in the stock market, professionals and amateurs alike, simply haven't done enough homework.

*William J. O'Neil
- The creator of the CAN SLIM*

KONTAN, 2 Agustus 2010

Langsing (*slim*) sering diidentikkan dengan cantik dan sehat. Mau membentuk portofolio demikian? Cobalah metoda CAN SLIM, strategi investasi growth stock racikan William J. O'Neil, pendiri *Investor's Business Daily*, sebuah harian bisnis terkenal di Amerika Serikat.

CAN SLIM dibahas dalam buku O'Neil yang berjudul *How to Make Money in Stocks: A Winning System In Good Times or Bad*. Strategi yang menggabungkan teknik fundamental dan teknikal ini amat populer dan menjadi inspirasi bagi banyak praktisi pasar modal.

Strategi CAN SLIM dikembangkan dari riset terhadap 500 saham berkinerja istimewa (*winning stocks*) selama empat dekade di AS, sejak tahun 1953. Tujuan strategi adalah menemukan

saham pemenang sebelum harganya terbang tinggi. O'Neil mengklaim, dengan CAN SLIM, ia berhasil mengubah US\$5.000 menjadi US\$200.000 dalam setahun. Menurut American Association of Individual Investor (AAII), antara Januari 1998-Desember 2008, portofolio yang disusun dengan metoda CAN SLIM memberi rata-rata imbal hasil (dalam bahasa Tionghoa disebut cuan) jauh di atas imbal hasil portofolio pasar (S&P 500). CAN SLIM juga berhasil membawa David Ryan menjadi jawara U.S. Investing Championship sebanyak tiga kali.

Setiap huruf pada CAN SLIM merupakan akronim dari karakteristik saham pemenang pada studi O'Neil. C adalah singkatan untuk *Current quarterly earnings per share*. EPS (*earning per share*) kuartalan terkini harus naik setidaknya 20%.

A adalah *Annual EPS*. *Earnings* tahunan harus menunjukkan pertumbuhan yang nyata selama lima tahun terakhir. N adalah singkatan dari New. Belilah saham perusahaan dengan produk baru, manajemen baru atau perubahan nyata pada industri. Yang lebih penting: beli saat harga saham menyentuh level *new high*. S adalah *Shares of common stock outstanding*. Pilih perusahaan dengan jumlah saham beredar tidak terlalu besar. Hindari saham perusahaan tua dengan kapitalisasi pasar besar. Cari saham dengan volume transaksi yang meningkat ketika harga mulai bergerak naik. L adalah *Leader or laggard*. Beli saham-saham yang memimpin di industrinya. Hindari perusahaan *followers*. I adalah *Institutional sponsorship*. Beli saham yang juga dibeli oleh beberapa investor institusi (reksadana, asuransi, dan pengelola dana pensiun) berkinerja bagus. M singkatan dari *Market trends and market indices*. Ini sangat menentukan apakah kita akan menang atau kalah. Belajarlah menginterpre-

tasikan perubahan harga saham dan volume transaksi. Pelajari kapan saham mencapai puncaknya dan beli saham hanya jika indeks pasar sedang naik.

Dibandingkan dengan strategi investasi lain, metoda CAN SLIM ini punya beberapa keunggulan. Misalnya, metoda ini dikembangkan dari riset empiris jangka panjang terhadap saham-saham yang berkinerja istimewa.

Selain itu, metoda ini memperhatikan unsur-unsur yang *tangible*, seperti *earnings* maupun unsur-unsur yang *intangibile*, seperti inovasi produk dan manajemen. Penggabungan analisis fundamental (komponen C, A, N) dengan analisis teknikal (komponen S, L, I, M) adalah konsisten dengan fakta bahwa pasar modal dipengaruhi oleh faktor yang logis atau rasional maupun psikologis atau irasional. Khusus untuk unsur N, William O'Neil menggabungkan teknik fundamental dan teknikal di dalamnya.

Analisis fundamental dapat digunakan untuk memilih saham yang benar, sedangkan analisis teknikal dipakai untuk membeli saham benar tersebut pada saat yang tepat. Meskipun menggunakan analisis teknikal, CAN SLIM tidak bisa disamakan dengan strategi momentum yang umum dipakai dalam investasi jangka pendek atau spekulasi.

Analisis teknikal di CAN SLIM mengingatkan investor untuk tidak membeli saham pada waktu yang salah. Mengapa? Meskipun saham tersebut akan dipegang dalam jangka waktu panjang, kerugian besar akibat salah waktu saat membeli dapat menggerus keuntungan. Ingatlah hukum investasi, "lebih mudah turun daripada naik". Jika harga saham turun 50%, kita membutuhkan kenaikan 100% untuk kembali seperti semula.

Sebelum kita mempelajari lebih jauh metode CAN SLIM, perlu diingat bahwa CAN SLIM bukan strategi investasi yang dapat menjamin cuan besar tanpa risiko. Jika CAN SLIM adalah mesin uang, O'Neil tidak perlu repot menerbitkan buku untuk mencari penghasilan tambahan, dan dia mungkin sedang berbaring santai di pantai Hawaii. Selain itu, jika O'Neil hanya dapat menemukan 500 saham istimewa di pasar modal yang besar seperti AS selama 4 dekade, berapa saham istimewa yang dapat kita temukan di Bursa Efek Indonesia?

Bagaimanapun, CAN SLIM adalah metoda yang terstruktur bagus dan dikembangkan dari riset yang kuat. Strategi investasi ini, meskipun tidak menjamin, dapat menjadi landasan bagi investor untuk memilih saham secara lebih bijaksana (*prudent*). Saya akan membahas tentang CAN SLIM lebih jauh dalam beberapa artikel mendatang. *Slim is beautiful!*

Rahasia Unsur C dan A

"It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price."

Warren Buffett
- CEO of Berkshire Hathaway

KONTAN, 16 Agustus 2010

Ada dua unsur dalam strategi investasi CAN SLIM, seperti diulas dalam artikel terdahulu. Masing-masing adalah unsur C dan A.

C merujuk ke laba bersih per saham triwulan terkini atau *current quarterly earnings per share*. Jika *return* saham diibaratkan sebagai darah yang mengalir dalam tubuh, maka *earnings* atau laba bersih sesudah pajak adalah jantungnya.

Penemu CAN SLIM, William O'Neil, membandingkan EPS kuartalan (total laba bersih alias *earnings* dibagi jumlah unit saham yang beredar) terkini dengan kuartal yang sama tahun lalu. Misalnya, EPS kuartal I-2010 dibandingkan dengan EPS pada kuartal I 2009.

O'Neil menemukan bahwa dari 500 saham berkinerja istimewa selama periode 1953-1993, 75% memperlihatkan kenaikan EPS kuartalan (dengan rata-rata 70%), sebelum harganya

melambung tinggi di pasar. Dan selama 1972 hingga 1982, dari semua saham berkinerja bagus, 86% melaporkan kenaikan *earnings* rata-rata 8%.

Dari observasi saya terhadap sejumlah sampel saham unggulan yang meroket harganya di kuartal I-2010 maupun semester I-2010, ada beberapa saham yang menunjukkan perilaku seperti saham temuan O'Neil. Misalnya, PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF) membukukan kenaikan laba bersih sebesar 472,1% pada kuartal I-2010 jika dibandingkan dengan periode yang sama tahun lalu. Atau PT Bank Mandiri Tbk (BMRI) yang membukukan kenaikan laba bersih sebesar 43,1% pada kuartal I-2010 dibandingkan dengan periode yang sama tahun lalu.

Ada beberapa hal yang harus dicermati saat menganalisis komponen C. Pertama, fokus pada *earnings*, bukan penjualan. Lalu, gunakan EPS ketimbang *total earnings*. Mengapa? Yang penting bagi investor adalah *earnings* setiap lembar saham, bukan *total earnings*.

Bisa saja *total earnings* meningkat tetapi diikuti penambahan jumlah unit saham beredar, sehingga EPS malah turun. Fokus pada EPS tiga bulanan memberikan gambaran yang lebih tajam daripada EPS untuk periode enam atau sembilan bulan.

Cermati juga asal peningkatan *earnings*. Jika dari penjualan aset, maka itu tidak menggambarkan kinerja operasional sesungguhnya.

Sebaiknya kita memilih perusahaan dengan kenaikan EPS kuartalan minimal 20%. Jangan lupa untuk memperhatikan tren pertumbuhan EPS kuartalan. Tren yang positif merupakan indikator bahwa kondisi keuangan perusahaan semakin bagus. Hati-hati dengan tren negatif, kendati EPS kuartalan masih tumbuh.

Misalnya, setelah tumbuh 40%, lalu turun menjadi 10%.

Dua kali penurunan tajam bisa berarti perusahaan mulai bermasalah. Bandingkan angka tersebut dengan EPS kuartalan para kompetitor di industrinya untuk lebih memastikan bahwa kita memilih saham yang benar. A yang menjadi unsur kedua merujuk ke *Annual EPS*. Informasi tentang pertumbuhan EPS tahunan juga sangat penting. Carilah saham dengan pertumbuhan *annual EPS* yang positif setiap tahunnya selama 5 tahun terakhir. Pilihlah saham yang memiliki rata-rata pertumbuhan *annual EPS* minimal 25% per tahun.

Selain rata-rata pertumbuhan, sebaiknya kita juga memeriksa stabilitas dan tren pertumbuhan EPS tahunan. Misalnya, perubahan EPS tahunan 20%, 30%, 40% dan 50% (tren positif) lebih bagus daripada 50%, 40%, 30% dan 20% (tren negatif) ataupun 30%, 20%, 50% dan 40% (fluktuatif). Gunakan kriteria pertumbuhan lima tahun dengan minimal pertumbuhan 25% per tahun untuk memperketat seleksi saham yang istimewa.

Gabungkan kriteria ini dengan kriteria pertama (*current quarterly earnings*). Dengan kata lain, saham yang cantik adalah saham yang EPS-nya tumbuh selama beberapa tahun terakhir dan beberapa kuartal terkini.

Untuk memperoleh informasi mengenai tren atau pertumbuhan tahunan EPS sebuah emiten, kita bisa masuk ke www.reuters.com. Pada kolom "Search" (di kanan atas) masukkan kode saham diakhiri huruf .jk (titik jk). Ambil contoh untuk informasi saham BMRI, ketiklah bMRI.jk dan tekan enter. Kemudian klik pada "View Full Quote".

Pada bagian bawah sebelah kiri dan tengah ada informasi yang sering dipakai dalam menganalisis fundamental saham.

Untuk mendapatkan informasi keuangan yang lebih lengkap, coba klik pada “Financials”. Semua informasi yang menyangkut fundamental tersedia. Mulai dari pertumbuhan *revenue*, EPS dan dividen, hingga rasio-rasio penting keuangan perusahaan.

Kita juga bisa mencoba opsi-opsi lainnya, misalnya “Charts” untuk melihat pola pergerakan harga saham historis. Untuk BMRI, misalnya, diperoleh informasi rata-rata pertumbuhan EPS per tahun pada periode satu tahun terakhir adalah 34%, tiga tahun terakhir adalah 42%, dan lima tahun terakhir adalah 5%. Sedangkan EPS INDF bertumbuh 97% setahun terakhir, rata-rata 45% per tahun untuk periode tiga tahun terakhir dan rata-rata 35% untuk periode lima tahun terakhir. Selamat bermain dengan unsur C dan A.

Unsur “N” yang Nendang

“Innovation distinguishes between a leader and a follower.”

Steve Jobs
- *Apple Inc. co-Founder*

KONTAN, 27 September 2010

Ketika Michael Ruslim, CEO PT. Astra Internasional Tbk (ASII), meninggal secara mendadak, harga saham ASII langsung anjlok 1,24% dalam sehari (baca artikel “Demam berdarah di Bursa Saham”). Penurunan ini masih berlanjut hingga seminggu. Pelaku pasar modal khawatir CEO pengganti tidak sehebat Michael. Namun kerisauan ini agak berlebihan. Kehadiran CEO ASII yang baru, Prijanto Sugiarto, ternyata berhasil membawa saham ASII melejit dari Rp36.500 menjadi Rp50.000 dalam waktu 6 bulan.

Selain berbagai aksi korporasi dan berita ekonomi, perubahan manajemen berdampak nyata pada harga saham. William J. O’Neil, penggagas strategi investasi CAN SLIM, mengamini hal ini. Ia menemukan bahwa pada periode 1953–1993 di Amerika Serikat, lebih dari 95% sukses saham berkinerja prima disebabkan oleh manajemen baru, produk dan jasa baru, maupun perubahan

positif pada suatu industri. O'Neil merujuk sesuatu yang baru ini sebagai unsur "N" (new).

Misalnya, pada 1963, saham Syntex melejit dari US\$100 menjadi US\$500 dalam 6 bulan setelah meluncurkan pil kontrasepsi oral. Saham McDonald memberikan profit 1.100% selama periode 1967-1971 setelah menerapkan konsep *low priced fast food franchising*. Saham Polaroid melejit 300% dalam waktu 3 tahun setelah memperkenalkan kamera "jepret langsung jadi" pada 1957.

Inovasi adalah kata kuncinya. Pada 1985, dewan direksi Apple Computer memaksa Steve Jobs keluar dari manajemen. Kinerja Apple pun turun drastis di tangan dua CEO penggantinya. Ketika Steve Jobs kembali menjadi CEO Apple, ia mengatakan bahwa strategi untuk mengembalikan kejayaan Apple bukanlah pemotongan biaya (*cost-cutting*), tetapi inovasi. Terbukti produk baru, seperti iPod, iPhone, dan iPad, berhasil mendongkrak kinerja Apple. Saham Apple naik lebih dari 1.400% dalam satu dekade setelah Jobs beraksi lagi.

"New" juga merujuk pada cara baru perusahaan menjual produk atau jasanya. Peter Lynch, manajer dana legendaris, untung besar dari membeli saham Hanes, perusahaan apparel, pada 1970-an, karena cepat menyadari bahwa Hanes berinovasi dengan menjual stoking wanita di tempat yang tidak lazim, yaitu supermarket (Baca artikel "Lesson from Lynch").

Sebuah produk, layanan atau proses yang baru dapat menciptakan keunggulan bersaing dan unsur pembeda dari para pesaing. Untuk jangka waktu tertentu, perusahaan dapat menikmati peningkatan pendapatan dan laba bersih yang besar akibat ketiadaan atau rendahnya tingkat persaingan, seperti yang dialami Sosro yang membotolkan teh atau Aqua yang menjual air mineral.

Namun, tentunya kondisi seperti ini tidak bisa berlangsung seterusnya karena para kompetitor akan segera meniru produk, layanan atau proses baru tersebut.

Perubahan pada kondisi industri bisa memberikan kesempatan baru. Misalnya, ketika ekonomi China menjadi lebih terbuka, penjualan perusahaan pertambangan Australia, BHP Billiton ke China melonjak tinggi selama 2002–2005 dan harga sahamnya naik 500% dalam selama periode 2003–2007.

Pada dua artikel sebelumnya, saya telah membahas tentang unsur C dan A pada model CAN SLIM. Jika C dan A adalah komponen analisis fundamental, menurut O'Neil, N merupakan gabungan komponen analisis fundamental dan teknikal.

N juga berarti Anda harus membeli saham saat harga saham menembus level baru (*new high*). Ini adalah salah satu alat analisis teknikal (*Support and Resistance Levels*) yang memberitahu Anda kapan harus membeli sebuah saham. Misalkan, sebuah saham bergerak pada kisaran harga Rp9.000 dan Rp10.000 selama beberapa minggu. Fase ini disebut periode konsolidasi (*base-building period*). Jika harga menembus Rp10.000, saat inilah Anda memperoleh sebuah *new high* dan harga saham akan bergerak pada kisaran baru, misal Rp10.000 dan Rp11.000.

O'Neil menemukan bahwa saham yang membuat *new high* pada pasar yang sedang bergairah umumnya akan naik lebih tinggi, sedangkan saham yang menembus *new low* pada pasar yang lesu cenderung semakin turun harganya.

Kesimpulan dari unsur N adalah carilah perusahaan yang berhasil mengembangkan produk atau layanan baru, atau yang membaik berkat manajemen barunya, atau berkat perubahan positif kondisi industri. Belilah saham-saham yang harganya bergerak keluar dari pola konsolidasi harga.

SLIM is Beautiful

“Rule No.1: Never lose money.
Rule No.2: Never forget rule No.1.”

Warren Buffett
- *Philanthropist who have pledged to give away*
99 percent of his fortune

KONTAN, 1 November 2010

Artikel ini adalah penutup trilogi tulisan tentang metoda CAN SLIM, strategi investasi *growth stock* ciptaan William J. O’Neil yang amat populer. Unsur CAN telah dibahas dalam dua artikel sebelumnya.

Unsur S adalah *Supply and Demand* terhadap saham merupakan faktor yang lebih penting daripada opini semua analis saham di pasar modal. “*Big is not always better.*” Saham dengan jumlah lembar saham beredar yang besar akan lebih sulit naik karena *supply of stock* yang besar. Selama periode 1970-1982, 95% para saham pemenang di bursa Amerika Serikat memiliki kurang dari 25 juta lembar saham beredar. Artinya, jika kita harus memilih antara dua saham: A dengan 10 juta lembar saham beredar dan B dengan 60 juta lembar saham beredar, maka A

akan memberikan kenaikan harga lebih dahsyat daripada B, hal-hal lain dianggap sama.

Unsur L adalah *Leader or Laggard*. Pilihlah saham-saham pemimpin di setiap industri dengan menggunakan *Relative Price Strength* (RPS). RPS dihitung dengan membandingkan *return* 12 bulan terakhir sebuah saham dengan saham-saham lain di sebuah industri pada periode tertentu. RPS sebesar 75 berarti saham perusahaan ini mengalahkan 75% saham perusahaan di industri-nya pada suatu periode waktu. O'Neil menyarankan untuk membeli saham yang memiliki RPS sebesar minimal 80%. Hindari saham-saham perusahaan *follower* atau *laggard* meskipun saham tersebut nampak *undervalued*. Anda mungkin harus membayar lebih mahal untuk saham kategori *market leader*, tetapi pada akhirnya saham ini akan lebih berharga daripada saham *follower*. Seperti kata pepatah "*the first man gets the oyster, the second, the shell*".

Unsur I adalah *Institutional Sponsorship*. O'Neil menekankan untuk membeli saham yang memiliki 3 hingga 10 investor institusi seperti reksa dana, dana pensiun, dan perusahaan asuransi. Saham tanpa *institutional sponsorship* berarti saham ini telah diabaikan oleh ribuan *institutional money managers*! Selain itu, saat sentimen positif melanda pasar, investor institusi menyediakan dorongan permintaan yang kuat untuk menaikkan harga sebuah saham secara cepat. Namun, saham yang memiliki terlalu banyak *institutional ownership* juga tidak baik, karena dorongan penawaran yang besar dapat merontokkan harga saat prospek pasar mulai meredup.

M adalah *Market Direction*. Menurut O'Neil, dari semua komponen CAN SLIM, yang paling penting adalah M. Enam

kriteria yang dibahas sebelumnya digunakan untuk menemukan saham pemenang. Namun jika Anda membeli saham tersebut pada saat harga sedang di puncak, pilihan Anda berpotensi menjadi pecundang. Meskipun saham memiliki prospek bagus secara jangka panjang, kerugian besar yang timbul saat ini membutuhkan waktu untuk pulih.

Teori investasi modern mengajarkan bahwa risiko saham (volatilitas harga saham) terdiri dari *market risk* dan *diversifiable risk*. Risiko pasar adalah risiko yang tidak bisa dihindari meskipun investor telah mendiversifikasikan uangnya ke berbagai saham. Maka penting sekali untuk menentukan tren harga saham secara umum (*market direction*); apakah Anda berada di pasar *bearish* atau *bullish*?

O'Neil menyarankan berbagai indikator berdasarkan analisis teknikal untuk mengetahui puncak dan dasar indeks pasar. Misalnya, indeks yang naik terus (*price rally*) dan pada hari ketiga hingga kesembilan berhasil melewati angka indeks tertinggi sebelumnya adalah tanda bahwa indeks ada di puncak. Tanda lain adalah saat indeks sedang naik, terdapat kenaikan total volume transaksi dibanding hari sebelumnya, namun kenaikan indeks mulai melambat dibanding beberapa hari sebelumnya. Ketika mencapai puncak dan mulai turun, O'Neil menyarankan agar investor segera menjual minimal 25% dari saham mereka.

Saat indeks jatuh, bagaimana dapat mengetahui bahwa indeks telah membentur dasar dan siap untuk naik? O'Neil menemukan bahwa setelah turun terus, indeks akan berusaha naik (*revive*). Abaikan upaya naik pada hari pertama dan kedua. Jika indeks tetap naik pada hari ketiga dengan kenaikan harga lebih dari 1% yang disertai kenaikan total volume transaksi dari

hari sebelumnya, ini merupakan tanda-tanda indeks segera berbalik arah.

Beberapa analisis teknikal yang lebih sederhana dapat membantu kita untuk mengetahui tren harga. Misalnya, hubungan antara harga (indeks pasar) dan volume transaksi saham. Kenaikan indeks yang disertai kenaikan volume transaksi saham merupakan indikator pasar *bullish*. Sebaliknya penurunan indeks yang disertai kenaikan volume transaksi saham merupakan indikator pasar *bearish*. Kenaikan indeks disertai dengan penurunan volume merupakan tanda bahwa indeks sedang mendekati puncak (*warning sign*). Jika ada penurunan indeks pasar dibarengi dengan penurunan volume, pasar *bearish* nampaknya akan segera berlalu. Selamat mencoba SLIM.

Menjadi Investor Berbudi

"The point is, ladies and gentlemen, that greed, for lack of a better word, is good. Greed is right. Greed works."

Michael Douglas in "Wall Street" movie

KONTAN, 26 Oktober 2009

Kata investasi telanjur identik dengan mencari keuntungan finansial tanpa peduli hal lain. Apakah tren ini bisa berubah di masa yang akan datang? Pada tataran korporasi, paradigma klasik mengharuskan manajemen untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui maksimalisasi harga saham.

Paradigma ini kemudian mendapat tantangan serius dari paradigma baru yang disebut "Orang-Bumi-Laba" (OBL). Paradigma OBL tetap memperhatikan penciptaan nilai (baca: Laba) bagi pemegang saham, namun juga memperhitungkan dampak dari operasinya terhadap lingkungan alam (Bumi) dan masyarakat (Orang).

Seiring dengan semakin populernya paradigma OBL, kesadaran tentang dampak sosial dan lingkungan yang ditimbulkan oleh sebuah investasi semakin berkembang. Di dunia pendidikan,

ada upaya nyata untuk menciptakan *entrepreneur* serta profesional yang berjiwa sosial dan sadar lingkungan.

Sebagai contoh, sekolah bisnis papan atas di AS, seperti Stanford, Yale, Wharton, dan Haas (Berkeley), menawarkan program MBA dengan penekanan khusus *social entrepreneurship*. Haas bahkan memprakarsai Global Venture Capital Competition (GSVC), sebuah kompetisi bergengsi bagi mahasiswa sekolah bisnis di seluruh dunia. Peserta kompetisi diminta untuk menyusun *business plan* yang berorientasi pada keuntungan sekaligus mampu memberikan dampak sosial positif bagi masyarakat dan lingkungan.

Kita boleh berbangga karena juara pertama kompetisi GSVC 2009 di Berkeley adalah dari Indonesia yang diwakili oleh EcoFaeBrick, tim mahasiswa S-2 Prasetya Mulya. Rencana bisnis yang diajukan adalah batu bata dengan bahan baku utama kotoran sapi!

Produk batu bata berbahan baku utama kotoran sapi ini diklaim lebih kuat, lebih murah, dan lebih ringan daripada batu bata berbahan tanah liat. Penggunaan kotoran sapi dapat mengurangi masalah polusi lingkungan dan perusakan lahan subur karena menghemat penggunaan bahan baku tanah liat, serta memberi tambahan penghasilan bagi peternak sapi.

Selain itu, EcoFaeBrick mengembangkan model bisnis yang melibatkan lembaga swadaya masyarakat serta komunitas lokal seperti koperasi dengan *pilot project* di Godean, Yogyakarta. Alhasil, bisnis ini diyakini mampu memberikan Net Present Value maupun Social Return on Investment yang bagus.

Apakah paradigma OBL dapat ditularkan kepada investor di bursa saham? Kita maklum bahwa ada dua jenis pelaku bursa:

investor dan *trader*. Investor mengharapkan keuntungan dari arus kas operasi sebuah perusahaan. Bagi mereka membeli saham adalah membeli sebuah bisnis.

Sebaliknya para *trader* pada umumnya memiliki jangka waktu investasi yang relatif pendek. Bagi *trader* pergerakan harga saham lebih penting daripada fundamental perusahaan. Makanya, hanya investor yang bisa diharapkan untuk berperan dalam mengembangkan paradigma OBL di bursa saham.

Salah satu caranya adalah melalui *Socially Responsible Investing* (SRI), sebuah strategi investasi yang memaksimalkan imbal hasil keuangan dan sosial. Investor yang memiliki tanggung jawab sosial dapat memilih emiten yang memenuhi kriteria SRI.

Ambil contoh, para *trader* bisa memilih saham emiten yang menjunjung tinggi tata kelola perusahaan yang baik dan hak asasi manusia, ramah lingkungan dalam operasionalnya, memperhatikan komunitas lokal dan keselamatan produk, serta memiliki praktik bisnis yang berkomitmen pada keberlangsungan perusahaan. Perusahaan yang praktik bisnisnya merusak lingkungan dan menyusahkan komunitas lokal, produknya merusak masyarakat serta dikelola dengan prinsip yang melanggar etika akan diabaikan.

Pendek kata, investor berwawasan sosial hanya mau berinvestasi pada perusahaan yang memiliki hati bersih dan perbuatan mulia. Perkembangan SRI global amat menggembirakan. Pada 2007, aset berbasis SRI yang dikelola manajer profesional di AS mencapai US\$2,71 triliun atau 11% dari total aset. Pasar SRI di Eropa bertumbuh dari €1 triliun pada 2005 menjadi €1,6 triliun pada 2007.

Di Indonesia, Bursa Efek Indonesia (BEI) bekerja sama dengan Yayasan KEHATI telah meluncurkan Indeks SRI-KEHATI pada Juni 2009. Indeks ini terdiri dari 25 saham yang diseleksi menggunakan berbagai kategori SRI dan akan dievaluasi setiap enam bulan sekali (lihat www.kehati.or.id).

Kehadiran Indeks SRI-KEHATI ini diharapkan dapat meningkatkan eksposur keberadaan emiten yang sadar lingkungan, sosial, dan memiliki tata kelola perusahaan yang baik. Investor yang tertarik menerapkan strategi SRI pun dapat memilih saham yang ada pada indeks tersebut.

Meskipun demikian, tidak berarti bahwa investor harus melupakan analisis fundamental ketika membeli saham yang ada di indeks tadi. Saham perusahaan yang baik belum tentu menjadi investasi yang baik jika Anda membelinya pada harga terlalu tinggi.

Namun setidaknya kita bisa menggunakan indeks ini sebagai pijakan awal untuk memilih saham. Investor, misalnya, bisa menggabung strategi SRI dengan strategi *value investing* atau *growth investing*. Kriteria *value stock* atau *growth stock* bisa digunakan sebagai penyaring untuk memilih saham-saham bagus yang masuk pada indeks SRI-KEHATI.

Jadi, bermain saham tidak sekadar mencari kenikmatan dari menunggangi *roller coaster* harga saham atau hanya sebatas membicarakan keuntungan dan kerugian semata. Melalui investasi peduli sosial (*socially responsible investing*) kita bisa membuat dunia ini menjadi lebih baik.



15/11/2018



AKSI KORPORASI





15/11/2018



Rights Issue yang Bikin Risau

“Finance is the art of passing currency from hand to hand until it finally disappears.”

Robert W. Sarnoff
- Former president of NBC

KONTAN, 7 Juni 2010

Jangan menganggap enteng sebuah keputusan keuangan korporasi. Gara-gara *rights issue* dan penerbitan saham baru tanpa bukti *right* alias hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD), pada 24 Mei 2010 kapitalisasi saham Grup Bakrie menguap Rp10,14 triliun. Mengapa?

Mari kita pahami dulu teorinya. Sebuah perusahaan publik dapat menambah modal melalui penjualan saham tambahan (*seasoned equity offering*—SEO) untuk ekspansi usaha, akuisisi, atau membayar utang. SEO bisa menimbulkan dua macam dilusi (pengenceran) yang dialami pemegang saham: dilusi kepemilikan dan dilusi kekayaan. Analoginya, jika 1 liter teh manis ditambahkan 1 liter air lagi tanpa menambah gula, maka akan diperoleh 2 liter teh yang kurang manis.

Sebagai contoh, sebuah perusahaan memiliki 100 saham

dengan harga pasar Rp1.000. Jadi kapitalisasi pasarnya adalah Rp100.000. Mr. X memiliki 50 saham atau 50% kepemilikan dengan kekayaan Rp50.000. Kemudian perusahaan menerbitkan 100 lembar saham baru tambahan dengan harga diskon, Rp800 per saham. Artinya ada tambahan Rp80.000 ke aset perusahaan.

Jika Mr. X tidak membeli saham baru ini maka kepemilikannya turun menjadi 25% (50 : 200 saham). Harga per saham akan otomatis turun menjadi Rp900 (Rp100.000 + Rp80.000 kemudian dibagi 200 saham). Mr. X akan mengalami dilusi kekayaan sebesar Rp5.000 karena total nilai sahamnya kini hanya Rp45.000 (50 saham X Rp900). Ini terjadi karena saham baru dijual di bawah harga pasar.

Agar tidak rugi akibat dilusi, pemegang saham harus membeli saham baru itu secara proporsional. Jika Mr. X membeli 50% saham baru, yaitu 50 lembar, maka ia tetap memiliki 50% dari saham perusahaan (100 : 200 saham). Kekayaan Mr. X pun tak berkurang karena ia kini memiliki 100 lembar saham bernilai Rp90.000. Angka ini setara dengan kekayaannya semula, Rp50.000 plus Rp40.000 untuk beli 50 saham baru.

Umumnya pemegang saham memiliki *pre-emptive right*, yakni hak untuk membeli saham baru saat ada SEO. Hak ini disebut bukti *right* dan dibagikan secara proporsional kepada pemegang saham. Oleh sebab itu, SEO dengan pembagian bukti *right* sering disebut *rights issue* alias *rights offering*. Misalnya, ada 100 bukti *right* yang dibagikan. Karena ada 100 saham baru, setiap bukti *right* dapat digunakan untuk membeli 1 saham baru. Mr. X yang punya 50% saham akan menerima 50 bukti *right* untuk membeli 50 saham. Jika Mr. X tidak ingin menambah

investasi, ia sebaiknya menjual bukti *right*-nya. Harga teoretisnya Rp100 per saham (selisih harga saham sebelum dan sesudah *rights issue*). Mr. X akan meraup Rp5.000 (Rp100 x 50 bukti *right*), cukup untuk menghindari dilusi kekayaan.

Kembali ke kasus saham Bakrie Grup. Semua berawal dari pengumuman rencana *rights issue* PT. Bakrie Development, Tbk (ELTY) senilai Rp5,4 triliun pada 21 Mei 2010. ELTY akan melepas sebanyak 33,75 miliar saham baru dengan harga Rp160 per saham. Harga saham baru itu lebih rendah 11,6% dibandingkan harga saham ELTY pada 20 Mei 2010 yang Rp181. Rasio *rights issue* ini adalah 1:1,7. Artinya tiap 10 saham akan memperoleh 17 bukti *right* untuk membeli 17 saham.

Lalu mengapa harga saham ELTY sontak terjun bebas menjadi Rp129 per saham pada 24 Mei 2010? Harga teoretis saham ELTY setelah *rights issue* adalah Rp167 per lembar. Ada dua kemungkinan. Pertama, pemegang saham tidak menyukai rencana SPO ini. Agar tak terdilusi, pemegang saham harus menggunakan bukti *right*, yakni membeli saham baru pada harga yang ditawarkan. Tak semua pemegang saham ingin menambah investasi mereka pada ELTY. Harap maklum, sebelum rencana *rights issue* ini mencuat, harga saham ELTY sejak 6 April silam sudah jatuh 43,64%. Pemegang saham bisa saja tak setuju dengan pandangan manajemen ELTY dalam hal penggunaan dana dari *rights issue*.

Selain itu, tak semua pemegang saham, terutama investor retail, memiliki dana untuk menggunakan bukti *right*-nya. Jika hak tak digunakan, ia akan mengalami dilusi. Karena itu, daripada repot, mereka memilih menjual sahamnya. Namun sejatinya jika pemegang saham tidak ingin menggunakan bukti *right*, ia bisa

menjualnya di pasar sekunder untuk menghindari dilusi kekayaan. Masalahnya reaksi negatif pasar terhadap SEO bisa membuat harga bukti *right* jatuh.

Penyebab kedua adalah rencana PT. Bumi Resources, Tbk (BUMI) menerbitkan 10% saham baru dari modal disetor (1,9 miliar saham) tanpa pembagian bukti *right* atau hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD). Setelah diumumkan, rencana ini membuat harga saham BUMI jatuh 17,8% dalam sehari. Artinya, dengan atau tanpa bukti *right*, sebagian investor ELTY dan BUMI khawatir kekayaan mereka bakal terdilusi akibat SEO. Mereka lebih menyoroti rencana penggunaan dana dari SEO. Jadi, jangan bikin risau investor dengan *rights issue*.

Mengurai Puzzle Dividen

“The harder we look at the dividend picture,
the more it seems like a puzzle.”

Fisher Black
- Nobel laureate in Economics

KONTAN, 4 Mei 2009

Musim dividen telah tiba. Bahkan, PT Bumi Resources Tbk (BUMI) bersikeras membagi dividen 30% laba bersih meski induk usahanya, PT Bakrie and Brothers Tbk, sedang berjuang melunasi utang.

Apakah dividen penting bagi investor? Jawabnya ‘ya’ bagi value investor yang memiliki perspektif berinvestasi jangka panjang. Ada beberapa catatan penting tentang dividen bagi investor.

Pertama, belum ada teori yang kuat dan bisa menjelaskan perilaku dividen korporasi. Pada pasar yang sempurna dan efisien, dividen tak mempengaruhi nilai saham. Demikian teori Profesor Modigliani dan Profesor Miller (1961), pemenang Nobel di bidang Ekonomi. Namun pasar terbukti tak sempurna dan sering tidak efisien.

Tiga dekade silam, Fischer Black, pemenang Nobel di bidang Ekonomi, bilang bahwa dividen adalah puzzle yang sulit dijelaskan. Berbagai teori diajukan, mulai dari yang klasik seperti *tax differential*, *agency*, *signaling* hingga yang terbaru, seperti *catering dividend*. Namun tidak satupun teori itu bisa menjelaskan porsi ideal dividen demi memaksimalkan nilai saham.

Kedua, perilaku dividen korporasi Indonesia bersifat dinamis. Analisis pada emiten non keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 1991-2006 menemukan, 60% korporasi pencetak laba bersih membagi dividen dengan rata-rata *dividend payout ratio* (DPR) 25%. Ketika sampel dibagi menjadi dua periode, pra dan pasca krisis 1998, terlihat perbedaan nyata perilaku dividen.

Pada periode pra 1998, 80% korporasi pencetak laba bersih membagikan dividen, sementara periode pasca-1998 hanya 40% korporasi yang membagikan dividen. DPR pada pra-1998 adalah 35%, dan dividen pasca 1998 hanya 20% dari laba bersih. Artinya setelah krisis 1998 ada kecenderungan korporasi tak membagi dividen karena harus membayar utang.

Kondisi pasar modal yang lesu darah juga membuat mereka sangat tergantung pendanaan internal. Analisis multivariat mengonfirmasi hal ini. Profitabilitas dan porsi utang jadi penentu utama DPR korporasi di BEI. Perkiraan saya, tren dividen ini tak banyak berubah akibat krisis 2008.

Ketiga, pada saat krisis, pembagian dividen merupakan aksi korporasi mahal. Sebab, sumber pendanaan eksternal terbatas dan ketidakpastian tinggi. Korporasi pun menahan sebanyak mungkin laba untuk menjaga kesehatan keuangan.

Jadi, apa sebenarnya target emiten tetap membayarkan

dividen? Kemungkinan korporasi itu menganut asas dividen terkelola (*managed dividend policy*) agar dividen per saham tak fluktuatif. Dasar teorinya, dividen adalah sinyal prospek korporasi. Sebab, hanya korporasi sehat yang konsisten membayar dividen. Si perusahaan berusaha “meratakan” dividen (*dividend smoothing*).

Banyak serpihan empiris yang menunjukkan bahwa penurunan atau peniadaan dividen membuat pasar bereaksi negatif secara abnormal. Analisis pada emiten LQ-45 dengan data 2004-2007 mengindikasikan hanya lima emiten yang meratakan dividen, yakni, TLKM, UNTR, INCO, BBRI, UNSP. Artinya, dividen sebagai *signaling tool* kurang populer di Indonesia dan dividen cenderung fluktuatif mengikuti laba bersih.

Nah, tekad BUMI membagi dividen di saat susah mungkin bermotivasi signaling itu. Maklum, harga saham BUMI sedang terkapar dan tata kelolanya jadi sorotan.

Korporasi bisa juga menganut kebijakan *residual dividend*, karena dividen tergantung pada tiga hal: kebutuhan investasi, laba bersih, dan struktur modal. Hampir semua korporasi BEI masuk pada kategori ini. Sulitnya meraih dana dari pasar modal yang underdeveloped membuat korporasi cenderung menganaktirikan dividen. Lagi pula, kebanyakan emiten memiliki pemegang saham pengendali jadi *asymmetric information* dan kebutuhan *signaling* berkurang.

Lantas, bagaimana sebaiknya investor menilai dividen? Warren Buffett bilang, laba bersih dan dividen adalah bukti korporasi dikelola secara baik dan memiliki keunggulan kompetitif. Bagi value investor, imbal hasil dividend tinggi menjadi salah satu indikasi korporasi yang *undervalued*.

Perhatikan pula siklus hidup korporasi. Jika masih pada masa pertumbuhan tetapi royal membagi dividen, ini tidak baik. Jika telah matang, membagi banyak dividen adalah positif karena mengurangi *free cash flow* yang bisa disalahgunakan manajemen atau *insiders*.

Perhatikan pula aspek *good corporate governance* (GCG). Bagi korporasi yang terkelola baik dan berprospek bagus, membagi dividen dalam jumlah sedikit justru baik karena investor bisa meraup keuntungan (*capital gain*) tinggi.

Kesimpulannya, dividen besar belum tentu baik karena dividen menambah beban pajak investor dan mengurangi sumber dana internal perusahaan. Dividen kecil belum tentu jelek jika aspek lain mengindikasikan laba ditahan bisa memberikan imbal hasil bagus.

Antara Krakatau dan Merapi

“We live by the Golden Rule. Those who have the gold make the rules.”

Buzzie Bavasi
- Executive in Major League Baseball

KONTAN, 15 November 2010

Kabar gembira buat para investor: mesin uang telah ditemukan! Ingin untung 49% dalam waktu singkat dengan risiko minimal? Belilah saham PT. Krakatau Steel, Tbk (KRAS) di pasar perdana (Rp850 per saham) dan juallah segera di hari perdana perdagangan di Bursa Efek Indonesia (Rp1.270 per saham).

Selisih harga saham perdana yang ditetapkan oleh emiten yang punya hajatan *initial public offering* (IPO), dengan harga penutupan di perdagangan hari pertama bursa sering disebut *underpricing*. Fenomena ini bukan hanya milik bursa kita, tetapi seluruh dunia.

Sebagai contoh, pada awal 2006 McDonald meng-*go public*-kan anak perusahaannya, Chipotle Mexican Grill. Harga penawaran adalah \$22 per saham. Pada perdagangan di hari pertama di bursa, harga saham melonjak dan ditutup pada \$44 per saham,

memberikan keuntungan 100%. Pada periode *Internet Bubble* (1999-2000) di pasar modal Amerika Serikat, rata-rata keuntungan di hari perdana bursa mencapai 65%.

Jay Ritter yang dijuluki "*Professor IPO*" dari University of Florida, meneliti 7.921 emiten yang *go public* pada periode 1975-2007 di AS dan menemukan rata-rata keuntungan di hari perdana bursa adalah 18%. Untuk Indonesia, dengan sampel 321 IPO pada periode yang sama, ditemukan rata-rata keuntungan di hari perdana bursa sebesar 21%. Investor di negara lain juga menikmati manisnya keuntungan di perdagangan hari pertama, misalnya Singapura (28%), Malaysia (70%), Korea Selatan (57%), Inggris (17%). Cina bahkan memegang rekor dengan angka 165%! Meskipun demikian bukan berarti semua saham IPO akan mengalami *underpricing*. Sebagian justru mengalami *overpricing*.

Sudah pasti *underpricing* merugikan pemegang saham perusahaan yang sedang IPO karena seharusnya perusahaan bisa meraup lebih banyak uang dari para investor baru. Pada kasus IPO KRAS, *underpricing* yang terjadi adalah 3,155 miliar saham kali selisih antara Rp1,270 dan Rp850 alias sekitar Rp1,3 triliun. Seandainya pemerintah menetapkan angka Rp1.150 (harga maksimum yang diusulkan penjamin emisi saham) maka "*money left on the table*" hanya Rp380 miliar.

Apa penyebab *underpricing*? Literatur keuangan menawarkan penjelasan yang disebut teori "kutukan pemenang" (*winner's curse*). Andaikanlah Mr. Genius tahu persis berapa nilai saham yang ditawarkan saat IPO dan Mr. Average hanya tahu bahwa biasanya saham IPO akan naik harganya di pasar sekunder. Saat ada saham "*underpriced*" yang IPO, Mr. Genius (jumlahnya jauh lebih sedikit dari Mr. Average) akan memesan saham lebih

banyak daripada Mr. Average dan menikmati keuntungan lebih besar. Sebaliknya, jika saham “*overpriced*” yang IPO, Mr. Genius akan membiarkan Mr. Average membeli semua saham yang ditawarkan. Mr. Average “menang” tetapi malah merugi. Nah, untuk mengatasi problem *Winner’s Curse* dan menarik Mr. Average untuk tetap membeli saham IPO, penjamin emisi harus menawarkan harga perdana yang *underpriced*.

Penjelasan lain adalah Teori Konflik Keagenan (*Agency Problem*). Harga saham bisa jatuh di minggu pertama di pasar sekunder jika harga IPO dipasang terlalu tinggi. Penjamin emisi akan menghadapi investor yang marah karena membeli saham *overpriced*. Untuk “menyenangkan” investor dan membangun citra, penjamin emisi cenderung mengusulkan harga yang “*underpriced*”. Bukankah biaya *underpricing* ditanggung oleh pihak emiten?

Memang selalu ada kemungkinan bahwa harga IPO sudah wajar namun investor bertindak kurang rasional sehingga berebut membeli saham KRAS saat diperdagangkan di pasar sekunder.

Namun tetap saja muncul dugaan dari berbagai pihak bahwa harga saham KRAS sengaja ditetapkan *underpriced* dan sebagian besar saham sudah diblok sejumlah institusi besar, termasuk oleh para politisi, demi kepentingan pribadi dan kelompoknya. Tujuannya adalah menjual saham tersebut dengan harga jauh lebih tinggi saat diperdagangkan perdana di bursa saham.

Tentu sulit untuk membuktikan hal ini karena informasi tentang harga yang bersedia dibayar para investor besar saat proses *book building* tidak terbuka untuk umum. Namun tanpa pengawasan dari DPR, selalu ada kemungkinan bahwa pemerintah (baca: koalisi partai berkuasa) sebagai *professional agent* yang

memegang mandat dari rakyat sebagai *shareholders* KRAS lebih mengutamakan kepentingan mereka daripada rakyat.

Alasan pemerintah bahwa harga Rp850 per saham ditetapkan untuk menarik minat investor asing yang dianggap lebih berkualitas karena berwawasan jangka panjang menimbulkan tanda tanya besar. Pasalnya, setelah IPO KRAS, dari total saham beredar 15,755 miliar, investor asing memiliki 7%, investor domestik 13%, dan pemerintah 80%. Namun pada perdagangan perdana di bursa, ternyata 2% kepemilikan asing langsung dilepas (*KONTAN*, 11/11/2010).

Masalah lain adalah soal penjatahan saham bagi investor. Investor retail hanya mendapat jatah sekitar 2%, sehingga menimbulkan antrian panjang. *Oversubscribed* hingga 9 kali.

Silang sengkabut IPO KRAS seharusnya tak boleh terjadi di saat pemerintah dan otoritas bursa sedang berusaha meningkatkan kualitas praktik *good corporate governance* di pasar modal. *Fairness* dan *transparency*, dua prinsip penting GCG semestinya dijunjung tinggi. Semoga ini menjadi *lesson learned* karena tahun depan masih banyak hajatan IPO BUMN. Jangan paksa Gunung Merapi marah lagi dan menyemburkan awan berbentuk petruk.

Referensi

- Agarwal, S., Faircloth, S., Liu, C., dan Ghon, R., 2009. "Why Do Foreign Investors Underperform Domestic Investors in Trading Activities? Evidence from Indonesia," *Journal of Financial Markets* 12, 32-53.
- Barber, B.M., dan Odean, T, 2000. "Trading is Hazardous to Your Wealth: the Common Stock Performance of Individual Investors," *Journal of Finance* 55, 773-806.
- Barber, B.M., dan Odean, T, 2002. "Does Online Trading Change Investor Behavior?" *European Business Organization Law Review* 3, 83-128.
- Dvorak, T., 2005. "Do Domestic Investors Have an Information Advantage? Evidence from Indonesia," *Journal of Finance* 60, 817-839.
- Edmans, A., Garcia, D., dan Norli, Ø, 2007. *Journal of Finance* 62, 1967-1998.
- Froot, K., dan Ramadorai, T., 2001. "The Information Content of International Portfolio Flows," *NBER Working Papers* 8472.
- Hirshleifer, D., Jian, M., dan Zhang, H., 2009. "Does Superstition Affect Stock Prices?" *Working Paper*.

- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., dan Friedman, E., 2000. "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.
- Kaplanski, G dan Levy, H, 2010. "*Exploitable Predictable Irrationality: The FIFA World Cup Effect on the U.S. Stock Market*," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45, 535-553.
- Kolb, R. dan Rodriguez, R., 1987. "Friday the Thirteenth: 'Part VII': A Note," *Journal of Finance* 42, 1385-1387.
- O'Neil, W.J., 2003. *How to Make Money in Stocks*. New York: Mc Graw-Hill.
- Sias, R., 2007. "Window-dressing, Tax-loss Selling and Momentum Profit Seasonality," *Financial Analysts Journal* 63, 48-54.

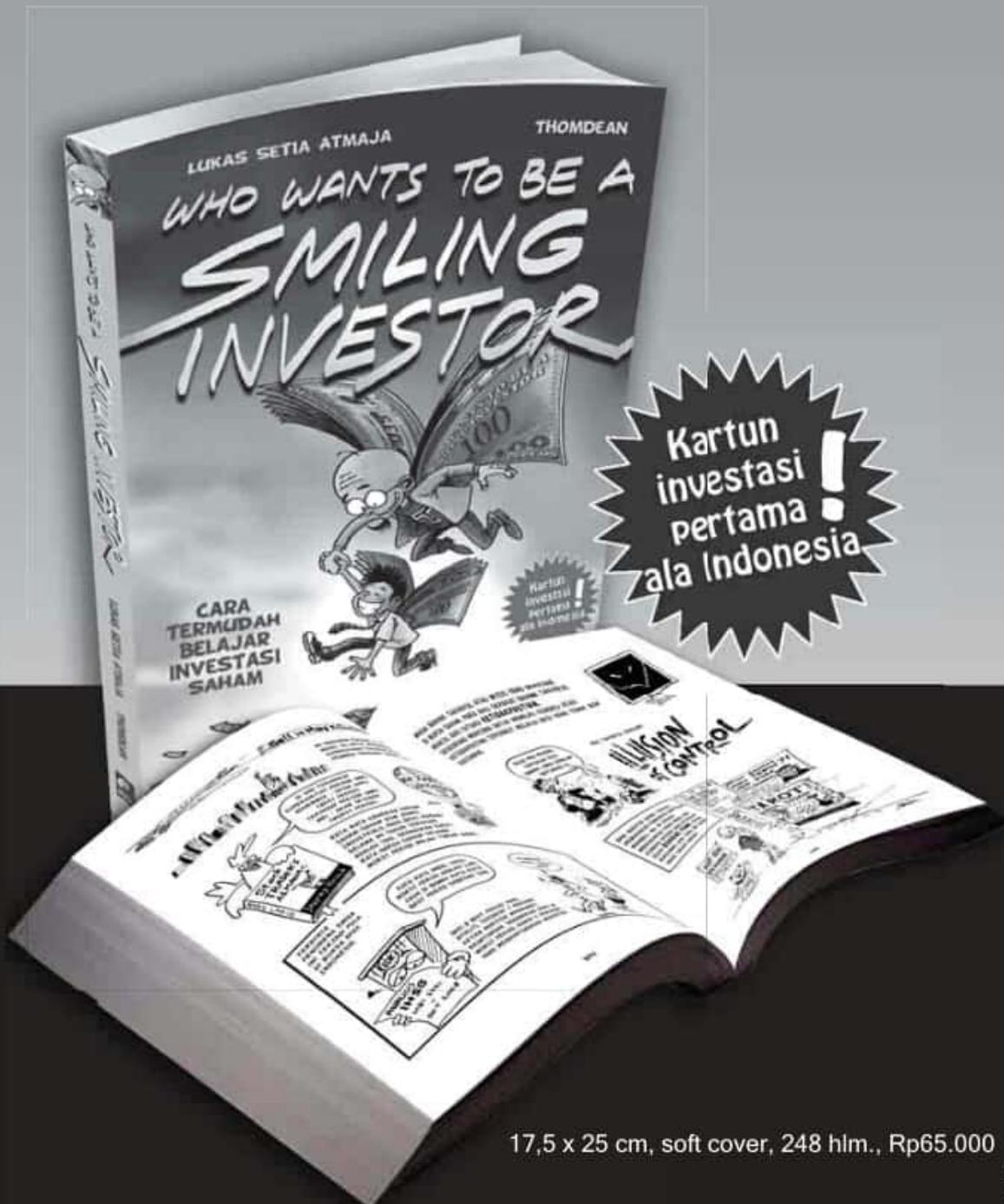
Tentang Penulis



Lukas Setia Atmaja, Ph.D

Investor saham, pengajar investasi, dan Ketua Departemen Keuangan di Prasetiya Mulya Business School. Memperoleh gelar M.Sc. in Finance and Investment dari University of Wisconsin, Madison, U.S.A dan Ph.D in Finance dari Monash University, Melbourne, Australia. Artikel-artikelnya yang unik tentang seni berinvestasi saham dimuat berkala di kolom "Wake Up Call" di Harian *Kontan* setiap Senin. Bersama karikaturis Thomdean, penulis menyusun buku kartun investasi pertama ala Indonesia, *Who Wants to be a Smiling Investor*, dan menciptakan EduCartoon "Duitto & Co." yang memparodikan isu investasi, bisnis, dan ekonomi di Harian *Kontan*. Buku lain karyanya adalah *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan* serta *Statistika untuk Bisnis dan Ekonomi*. Berbagai karya penelitiannya telah dipublikasikan dalam jurnal ilmiah internasional.

Buku ini membahas tuntas kiat berinvestasi saham secara bijak dengan menggunakan sekitar 888 gambar kartun jenaka. Buku kartun investasi pertama ala Indonesia ini dipersembahkan bagi Anda yang punya moto: "Muda kaya raya, tua onggang-onggang, mati nanti dulu."
So, jangan main saham sebelum *ngakak* baca buku ini.



MASIH BANYAK TAKHAYUL ATAU MITOS YANG BEREDAR DI BURSA SAHAM. PARA AHLI SEPAKAT BAHWA TAKHAYUL MUNCUL DARI SITUASI **KETIDAKPASTIAN**. SESEORANG MENCOBA UNTUK MEMILIKI KENDALI ATAS **KETIDAKPASTIAN** TERSEBUT MELALUI AKSI YANG TIDAK ADA KAITANNYA.



JADI, TAKHAYUL ADALAH:

ILLUSION OF CONTROL

BAGI INVESTOR SAHAM, TAKHAYUL MEMUDAHKAN PEMBUATAN KEPUTUSAN MEMBELI. HAL INI SEMAKIN MENJAUHKAN PASAR MODAL DARI KONDISI EFISIEN YANG DITEORIKAN OLEH **EUGENE FAMA** (PASAR RASIONAL DAN TIDAK ADA SAHAM YANG SALAH HARGA).



205



"Buku yang sangat inspiratif. Memberi pelajaran tanpa terasa menggurui. Memberi pengetahuan tentang pasar modal dengan cara yang sangat lucu."

Ito Warsito
Direktur Utama Bursa Efek Indonesia



ASPEK PSIKOLOGIS
SEPERTI BELIEF DAN
MOOD INVESTOR TERNYATA
BERPENGARUH TERHADAP
PEMBENTUKAN HARGA
SAHAM. PARA NOISE TRADER
BERBASIS TAKHAYUL
INI BISA MENGHAMBAT
PEMBENTUKAN HARGA
WAJAR SAHAM.



"I love the drawings!"

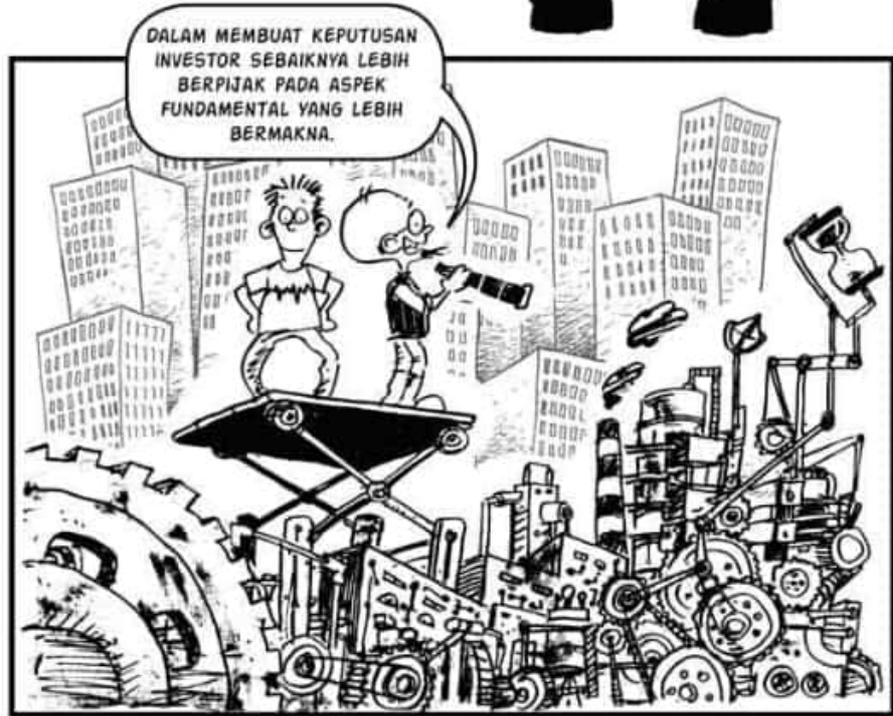
Larry Gonick

Pengarang trilogi *Kartun Riwayat Peradaban*



WADUH PROF..
KALAU SUDAH BEGINI
GIMANA DONG?

YA MESKIPUN ADA SERPIHAN BUKTI
BAHWA TAKHAYUL BERKORELASI
DENGAN HARGA SAHAM, INVESTOR
SEBAIKNYA BERHATI-HATI DALAM
MENYIKAPINYA. ADANYA KORELASI
ANTARA DUA VARIABEL BELUM TENTU
MENUNJUKKAN ADANYA HUBUNGAN
SEBAB DAN AKIBAT.



DALAM MEMBUAT KEPUTUSAN
INVESTOR SEBAIKNYA LEBIH
BERPIJAK PADA ASPEK
FUNDAMENTAL YANG LEBIH
BERMAKNA.



"Generasi muda sebaiknya berkenalan dengan investasi sejak dini. Lukas dan Thomdean memilih cara kreatif yang sesuai dengan gaya hidup dan kesukaan mereka. Sekarang belajar investasi saham menjadi sangat menyenangkan!"

Ligwina Poerwo-Hananto, CFP®
CEO QM Financial-Perencana Keuangan Independen

Edu-Kartun
Investasi &
Bisnis Pertama
di Indonesia

Duito & Co.

ANTISIPASI KENAIKAN BBM



© Lukas Setia Atmaja & Thomdean / prof.telo@gmail.com. Distributed by: www.jokersyndicate.com

15/11/11

Terbit setiap
Sabtu di
Harian Kontan

 **Duitto & Co.**

MENYAMBUT TAHUN KELINCI



© Lukas Setia Atmaja & Thomdean / prof.telo@gmail.com. Distributed by: www.jokersyndicate.com

15/11/18

KARTUN EKONOMI

JILID SATU: MIKROEKONOMI

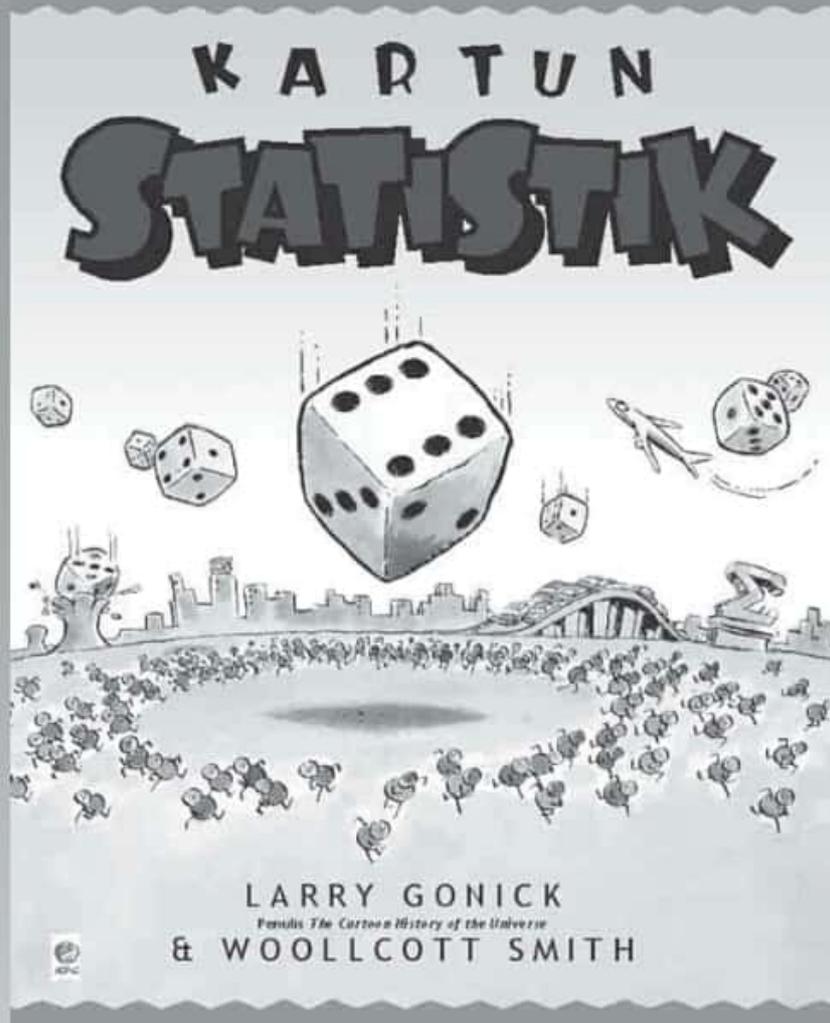


Menyajikan dasar-dasar ilmu ekonomi lewat kartun yang kocak dan membuat cepat paham. Berbagai konsep dalam ilmu ekonomi seperti optimalisasi individu, teori penentuan harga, hingga dinamika pasar dijelaskan dengan komik yang asyik dibaca.

17,5 x 25 cm, soft cover, 219 hlm., Rp60.000

ET/1/100





17 x 22 cm, soft cover, 231 hlm., Rp40.000

Jika kamu menyangka Distribusi Normal adalah bagian dari kebijakan distribusi sembako nasional; gagal menemukan siaran radio di frekuensi relatif; atau mengira heteroskedastik sinonim dengan heteroseksual, maka kamu perlu memiliki buku ini.



10/11/18



WHO WANTS TO BE AN ~~IRRATIONAL~~ INVESTOR

Menurut Jeremy Siegel, pakar keuangan Wharton School, 75 persen pergerakan harga di bursa saham tidak diketahui penyebabnya. Karena manusia bukan komputer, ada kemungkinan bahwa faktor psikologi, sosial budaya, dan ketidakrasionalan investor ikut berperan menentukan harga saham. Maka jangan heran jika di dalam buku ini Anda akan menemukan hubungan antara fluktuasi harga saham dan Cristiano Ronaldo, Paul the Octopus, nyamuk Aedes Aegypti, Santa Klaus, angka hoki, batu petir bocah Ponari, Friday the 13th, bulan terkutuk, lebaran, Sun Tzu, dll.

Buku ini berisi kumpulan tulisan yang berfungsi sebagai "jam weker"—sebagai alarm yang mengingatkan dan membangunkan kita dari keterlelahan untuk segera kembali ke kondisi yang rasional menuju pencapaian tujuan investasi kita.

"Entertaining, Educating, Inspiring, dan sangat mungkin meningkatkan kecerdasan finansial serta kemakmuran pembacanya. Pemilihan judul, kutipan, ilustrasi cerita, pemaparan teori, penjelasan aplikasi praktis dan pesan penutup yang greget membuat artikel-artikel dalam buku ini enak dibaca, mudah diingat, dan membawa banyak manfaat."

Prof. Roy Sembel, Ph.D Direktur PT Bursa Berjangka Jakarta
(<http://www.jfx.co.id>) Guru Besar Ekonomi Keuangan FE UKI, Jakarta

"Penulis sangat pas untuk menjadi salah satu pengisi utama rubrik Wake up Call di Harian Kontan. Penulis memang menguasai bidangnya, baik dasar-dasar teorinya maupun pemahaman praksis. Dan, yang tak kalah penting, tulisannya enak dibaca, runtut, sistematis. Materi tulisannya nge-peg, sangat pas dengan perkembangan isu dan konteks situasinya. Dan, jelas sangat bermanfaat bagi pembaca Kontan."

Ardian Taufik Gesuri
Pemimpin Redaksi KONTAN



KPG (KEPUSTAKAAN POPULER GRAMEDIA)
Gedung Kompas Gramedia, Blok 1 Lt. 3
Jl. Palmerah Barat 29-37, Jakarta 10270
Telp. 021-53650110, 53650111 ext. 3362-3364
Fax. 53698044, www.penerbitkpg.com

