

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### II.1. Investasi dalam Saham

Saham (*stocks*) adalah surat bukti atau tanda kepemilikan atas modal yang ada pada perseroan terbatas. Dalam transaksi jual beli di bursa efek, saham merupakan instrumen yang paling dominan diperdagangkan (Siamat, 2001).

##### II.1.1. Jenis Saham

Saham dapat dibedakan antara saham biasa (*common stocks*) dan saham preferen (*preffered stocks*) (Siamat, 2001). Adapun perbedaan kedua jenis saham ini antara lain:

**Tabel II – 1 Perbedaan Saham Biasa dengan Saham Preferen**

Saham Biasa		Saham Preferen	
A	Dividen dibayarkan sepanjang perusahaan memperoleh laba.	A	Memiliki paling dahulu memperoleh dividen
		B	Tidak memiliki hak suara
B	Memiliki hak suara	C	Dapat mempengaruhi manajemen perusahaan terutama dalam pencalonan pengurus
		D	Memiliki hak pembayaran maksimum sebesar nilai nominal saham, lebih dahulu setelah kreditor apabila dilikuidasi
C	Hak memperoleh pembagian kekayaan perusahaan apabila bangkrut, dilakukan setelah semua kewajiban perusahaan dilunasi.	E	Kemungkinan dapat memperoleh tambahan dari pembagian laba perusahaan di samping penghasilan yang diterima secara tetap

Sumber: Dahlan Siamat, *Manajemen Lembaga Keuangan, Edisi Ketiga*, 2001.

### II.1.2. Analisis Fundamental

Analisis fundamental adalah analisis yang berhubungan dengan tingkat profitabilitas sebuah perusahaan pada saat ini dan di masa depan untuk menentukan nilai pasar yang sesuai (*fair market value*) untuk perusahaan tersebut. Analisis fundamental menggunakan prospek pendapatan dan dividen dari sebuah perusahaan, ekspektasi suku bunga di masa depan, dan evaluasi resiko perusahaan untuk menentukan harga saham perusahaan tersebut. Pada akhirnya, analisis ini bertujuan untuk menentukan nilai sekarang (*present value*) dari semua pembayaran yang akan diterima pemegang saham atas setiap saham yang dia punya. Jika *present value*-nya melebihi harga saham, analisis fundamental akan merekomendasikan untuk membeli saham tersebut (Bodie, 2008).

Analisis fundamental adalah sebuah pendekatan proses pengambilan keputusan dengan cara menentukan *intrinsic value* dari instrumen finansial. Pandangan konvensional menyatakan bahwa harga dari instrumen yang diperdagangkan dengan harga lebih rendah dari *intrinsic value* akan cenderung meningkat dan harga dari instrumen yang diperdagangkan di atas nilai intrinsiknya akan menurun (Nicholson, 2000).

### II.1.3. Analisis Teknikal

Analisis teknikal pada intinya adalah pencarian dari pola – pola harga saham yang berulang dan bisa diprediksi. Para analis teknikal percaya bahwa bila ada informasi baru di pasar, harga saham tidak akan langsung menyesuaikan saat itu juga, tetapi melewati tahap penyesuaian (*adjustment period*). Bila *adjustment period* itu berlangsung cukup lama, maka para analis ini dapat mengidentifikasi sebuah tren yang bisa dieksploitasi saat *adjustment period* itu berlangsung (Bodie, 2008).

## II.2. Investasi dalam Portofolio

Portofolio adalah sekumpulan dari aset – aset investasi seorang investor (Bodie, 2008). Dalam karya akhir ini penulis akan memfokuskan pada pembahasan mengenai proses pembentukan portofolio dan bagaimana mengukur performa dari suatu portofolio. Untuk itu, kita perlu mengetahui terlebih dahulu teori – teori seputar portofolio.

### II.2.1. Investasi Aktif vs Investasi Pasif

Pengelolaan portofolio (*portfolio management*), dapat dibagi menjadi 2 cara, manajemen pasif (*passive management*) dan manajemen aktif (*active management*). Masing – masing strategi memiliki keunggulan dan kelemahannya sendiri (Elton dan Gruber, 2007). Contoh termudah untuk *passive management* adalah *index fund* yang didesain untuk mereplikasi salah satu indeks yang sudah dikenal, contoh S&P 500. *Fund* tersebut akan membeli setiap saham yang ada di indeks tersebut dengan proporsi yang merepresentasikan indeks tersebut. Di lain pihak, *active management* mengambil posisi yang berbeda dari *passive management*, berdasarkan ramalan terhadap masa depan. Misal, yang menjadi tolak ukur adalah indeks S&P 500, yang ideal adalah membuat portofolio yang memiliki proporsi yang merepresentasikan indeks tersebut. Perubahan sedikit apapun dari proporsi ideal ini dilakukan oleh manajemen aktif berdasarkan ramalan mereka tentang masa depan. Manajemen aktif dibagi menjadi 3 bagian: *market timers*, *sector selector*, dan *security selector*.

Para *market timers* mengubah beta portofolio sesuai dengan ramalan tentang bagaimana pasar akan bergerak. Mereka mengubah beta keseluruhan portofolio dengan cara mengubah beta dari portofolio ekuitas (dengan menggunakan *option* atau *futures* atau dengan menukar/*swapping* sekuritas) atau dengan mengubah jumlah yang diinvestasikan di obligasi jangka pendek. *Market timing* di dalam perdagangan saham lebih jarang digunakan ketimbang di perdagangan obligasi.

Para *security selector* mencari sekuritas yang *undervalued*, mereka berpikir bahwa bobot pasar terhadap seluruh sekuritas yang ada tidak berada pada posisi yang optimum. Mereka menambahkan bobot pada sekuritas yang dianggap *undervalued*, dan mereka mengurangi bobot di sekuritas yang dianggap *overvalued*. Untuk menyeleksi sekuritas, para *security selector* memiliki beberapa kriteria. Mereka seperti memiliki seperangkat aturan yang harus mereka patuhi dalam berinvestasi (*rule-based investment system*).

Para *sector selector* melakukan hal yang mirip dengan *security selector*, tapi yang mereka pilih adalah sektor yang mereka pikir memiliki prospek lebih besar untuk memberikan keuntungan dibandingkan dengan sektor lain. Perusahaan bisa dibagi ke dalam sektor – sektor menurut:

- i. *Broad Industrial Classification* (e.g. Industrial, financial, utilities, etc.)
- ii. *Major Product Classification* (e.g. consumer goods, industrial consumer goods, service, etc.)
- iii. *Perceive Characteristic* ( e.g. growth, cyclical, stable, etc.)

### **II.2.2. Hipotesa Pasar Efisien**

Pasar modal yang efisien (*efficient capital market*) adalah suatu saat di mana harga sekuritas secara cepat menyesuaikan diri dengan info baru, oleh karenanya harga sekuritas saat ini merefleksikan info mengenai sekuritas tersebut (Reilly, 2003). Hal ini menjadi penting karena, efisien atau tidaknya suatu pasar modal dapat mempengaruhi manajemen portfolio dan pengelolaan dana di pasar modal tersebut.

Masalah ini pertama kali diteliti oleh Maurice Kendall (1953), dia menemukan fakta yang sangat mengejutkan, yaitu dia tidak bisa mengidentifikasi pola yang dapat diprediksi dari harga saham (*random walk*).

Sebuah penelitian dari Fama (1970) mencoba untuk memformalisasi teori jalan acak (*random walk theory*) dengan mengorganisir bukti empiris yang ada. Hasilnya, Fama mengemukakan *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang menyatakan bahwa harga pasar sekarang sepenuhnya merefleksikan semua informasi yang tersedia bagi suatu sekuritas dan *expected return* yang berdasar dari harga tersebut konsisten dengan tingkat resiko yang menyertainya.

Fama membagi EMH menjadi 3 sub-hipotesis tergantung dari set informasi yang dilibatkan:

- i. *Weak-Form*; menyatakan bahwa harga saham secara penuh merefleksikan seluruh informasi yang ada di pasar, jadi setiap perdagangan pasar yang menggunakan data masa lalu pasar dalam tujuan untuk memprediksi *return* masa depan tidak akan mampu menghasilkan *risk-adjusted return* yang superior setelah dipotong biaya transaksi.
- ii. *Semistrong-Form*; menyatakan bahwa harga sekuritas secara cepat akan menyesuaikan diri dengan seluruh informasi publik.
- iii. *Strong-Form*; menyatakan bahwa harga sekuritas merefleksikan semua informasi. Implikasinya adalah tidak ada satupun orang yang memiliki informasi pribadi, sehingga tidak ada satupun yang dapat memperoleh *return* di atas rata – rata secara konsisten

### II.2.2.1. Implikasi Hipotesa Pasar Efisien

Ketiga bentuk *efficient market*, tentunya akan berpengaruh kepada beberapa konsep yang telah penulis jelaskan tentang saham dan juga portofolio, berikut ini adalah implikasi dari EMH terhadap topik tersebut:

#### II.2.2.1.1. Analisis Fundamental vs Analisis Teknikal

EMH berimplikasi pada analisis teknikal yang secara langsung tidak berguna. Hal ini terjadi karena data harga dan volume saham adalah data yang tersedia di publik dan mudah didapatkan dengan biaya yang minimal (Bodie, 2008). Akibatnya para investor tidak bisa lagi mengeksploitasi tren yang terjadi di pasar, karena semua orang sudah mengetahui tren tersebut. Bahkan pada bentuk lemah (*weak-form* EMH) analisis teknikal sudah tidak berguna.

EMH juga berimplikasi pada gagalnya hampir semua analisis fundamental (Bodie, 2008). Dalam bentuk *semistrong-form*, investor yang hanya mengandalkan kepada informasi yang bersifat publik (laba, pertumbuhan, dll.) tidak akan mendapatkan *return* yang signifikan karena semua analis sudah melakukan analisis dengan data yang sama. Maka hanya analis yang memiliki “pengelihatannya unik” (*unique insight*) yang akan mendapatkan *return* yang abnormal.

#### II.2.2.1.2. Investasi Aktif vs Investasi Pasif

Pendukung EMH percaya bahwa *active investing* merupakan adalah usaha yang sia – sia dan *return* yang dihasilkan tidak bisa menutupi biaya yang terjadi karena melakukannya (Bodie, 2008). Hal ini terjadi karena

dibutuhkan biaya yang besar untuk melakukan *active investing*, biaya yang pasti adalah biaya riset dan biaya transaksi (*transaction cost*)

Atas dasar itulah mereka menyarankan *passive investing* dan tidak berusaha untuk mengalahkan pasar. Karena mereka merasa harga di pasar sudah merefleksikan semua informasi yang tersedia.

Tetapi mereka tetap menganjurkan manajemen portofolio (*portfolio management*) walaupun pasar sudah efisien. Tujuannya agar mereka bisa menurunkan level resiko yang spesifik di setiap perusahaan (*unsystematic risk*) dengan cara diversifikasi, sehingga mereka bisa memiliki portofolio yang telah terdiversifikasi dengan baik dan menyediakan *systematic risk* yang diinginkan oleh para investor.

### **II.2.3. Teori – Teori Seputar Portofolio**

Untuk membahas investasi di dalam portofolio, terlebih dahulu kita harus melihat teori – teori apa saja yang berkaitan dengan portofolio, yaitu:

#### **II.2.3.1. Model Portofolio Markowitz**

Dalam upaya untuk menyusun sebuah model portofolio, seorang investor harus mengkalkulasikan variabel resiko dari investasi mereka. Sebuah model portofolio dikembangkan oleh Harry Markowitz (1952), yang mana model tersebut memisahkan *expected rate of return* dari suatu portofolio aset dengan perkiraan *expected risk*-nya ke dalam standar deviasi dari *expected rate of return*. Markowitz meyakini bahwa *expected rate of return* dari portofolio adalah rata – rata tertimbang dari *expected return* dari setiap investasi individual yang tergabung ke dalam portofolio. Standar deviasi dari portofolio

tidak hanya suatu fungsi dari standar deviasi dari investasi individu, namun juga memperlihatkan kovarians dari *rates of return* antara setiap pasang aset yang ada di dalam portfolio.

Model Markowitz (1959) didasarkan pada beberapa asumsi yang memperhatikan perilaku dari investor, yaitu:

- i. Investor mempertimbangkan setiap alternatif investasi yang direpresentasikan oleh distribusi probabilitas dari *expected return* dari sejumlah *holding period*.
- ii. Investor memaksimalkan satu periode *expected utility*, dan kurva utilitas mereka akan memperlihatkan pertambahan utilitas yang semakin menurun (*deminishing marginal utility*) dari kekayaan mereka.
- iii. Investor mengestimasi resiko dari portfolio dengan basis dari variabilitas *expected return*.
- iv. Dasar keputusan investor hanya pada *expected return* dan *risk*, jadi kurva utilitas mereka adalah fungsi dari *expected return* dan *expected variance* (atau *expected standard deviation*) dari *return* saja.
- v. Dalam suatu tingkat resiko tertentu, investor lebih menyukai *return* yang lebih tinggi dari pada yang rendah. Begitu juga, dengan suatu tingkat *expected return*, investor menyukai resiko yang lebih rendah dibandingkan dengan yang lebih tinggi.

Inti dari *Markowitz portfolio model* adalah kita bisa mempertahankan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari portfolio kita sekaligus menurunkan level resikonya dengan mengkombinasikan aset – aset yang memiliki korelasi yang positif tapi rendah atau yang korelasinya negatif.



### II.2.3.2. Capital Asset Pricing Model

Asumsi dari *capital market theory* berkembang setelah adanya kenyataan bahwa seorang investor akan selalu ingin memaksimalkan *return*-nya, oleh karena itu ia akan memilih portfolio dari aset yang berisiko (*risky asset*) pada perpotongan antara *efficient frontier* dengan kurva *utility* dari investor tersebut. Hasil ditemukannya CAPM adalah seorang investor dapat menentukan *required rate of return* dari sejumlah *risky asset* (Reilly, 2003).

Berikut beberapa asumsi CAPM yang ditambahkan untuk melengkapi beberapa asumsi *Markowitz portfolio model*:

- i. Setiap investor merupakan *Markowitz Efficient Investor* yang menargetkan titik investasinya pada *efficient frontier*
- ii. Investor dapat meminjam sejumlah uang pada *risk-free rate of return*
- iii. Semua investor memiliki ekspektasi yang homogen terhadap probabilitas distribusi *risk* dan *return* di masa yang akan datang.
- iv. Semua investor memiliki satu periode waktu yang sama
- v. Setiap investasi, apakah berupa aset individu atau portfolio dapat diperjualbelikan
- vi. Tidak ada pajak penghasilan atau biaya dalam transaksi aset
- vii. Tidak ada inflasi atau perubahan dalam tingkat suku bunga
- viii. *Capital market* berada di dalam equilibrium

CAPM merupakan model yang digunakan untuk menentukan harga suatu aset pada kondisi ekuilibrium, tujuannya adalah menentukan minimum *required return* dari investasi yang berisiko. Dalam keadaan ekuilibrium, *required return* investor untuk suatu saham akan dipengaruhi oleh resiko saham tersebut.

Dalam hal ini resiko yang diperhitungkan hanyalah resiko sistematis (*systematic risk*) atau resiko pasar yang diukur dengan beta ( $\beta$ ). Sedangkan resiko yang tidak sistematis (*unsystematic risk*) tidak relevan, karena resiko ini bisa dihilangkan dengan cara diversifikasi. Di sini baru terlihat secara nyata tujuan dari proses diversifikasi aset ke dalam portfolio dalam mereduksi resiko.

$$E(r_i) = r_f + \beta_i[E(r_M) - r_f] \quad (2.1)$$

Di mana:

- $E(r_i)$  = *expected return* dari aset i  
 $E(r_M)$  = *expected return* dari pasar  
 $r_f$  = tingkat suku bunga bebas resiko  
 $\beta_i$  = resiko sistematis aset i

### II.2.3.3. Arbitrage Pricing Theory

Sejumlah tes yang dilakukan terhadap CAPM mengindikasikan bahwa koefisien beta ( $\beta$ ) untuk sekuritas individu tidak stabil, tapi  $\beta$  dari portofolio umumnya stabil dengan asumsi periode sample yang cukup panjang dan volume perdagangan yang memadai.

Untuk itulah dikembangkan *Arbitrage Pricing Theory* dengan beberapa asumsi dasar (Ross, 1976), yaitu:

- i. *Capital market* berada dalam keadaan *perfectly competitive*
- ii. Investor selalu menyukai kekayaan yang lebih besar daripada yang lebih rendah walaupun disertai dengan kepastian.
- iii. Tingkat pengambalian aset dapat direpresentasikan dengan *K factor model* sebagai berikut:

$$R_i = E_i + b_{i1}\delta_1 + b_{i2}\delta_2 + \dots + b_{ik}\delta_k + \varepsilon_i \quad \text{for } i = 1 \text{ to } N \quad (2.2)$$

Di mana:

$R_i$  = *return* dari aset  $i$  selama jangka waktu yang spesifik

$E_i$  = *expected return* untuk aset  $i$

$b_{ik}$  = reaksi dari *return* aset  $i$  terhadap pergerakan di dalam *common factor*

$\delta_k$  = sebuah *common factor* dengan *mean* 0 yang mempengaruhi *return* semua aset

$\varepsilon_i$  = efek unik dari *return* aset  $i$ , yang diasumsikan, terdiversifikasi dengan sempurna dalam portofolio besar dan memiliki *mean* 0.

$N$  = jumlah asset

## II.3. Warren Buffett

### II.3.1. Sekilas Biografi

Warren Buffett dilahirkan di Omaha, Nebraska, Amerika Serikat pada tanggal 30 Agustus 1930. Ayahnya seorang bankir investasi (*investment banker*), yang juga anggota kongres di Washington DC.

Buffett mempelajari dasar – dasar keuangan di Wharton School of Finance, Pennsylvania, dan kemudian mengambil gelar di bidang ekonomi dari Universitas Nebraska. Ketika menempuh pendidikan gelar masternya di Columbia Graduate Business School, Buffett mendapat pengaruh besar dari Benjamin Graham. Setelah bekerja sebagai *salesman* investasi pada sebuah perusahaan keluarga di Omaha sejak 1951 – 1954 Buffett pindah ke New York untuk bekerja pada perusahaan investasi Graham – Newman Corporation, sebagai seorang analis sekuritas.

Sejak tahun 1956 – 1969, Buffett menjalankan sebuah perusahaan investasi patungan milik orang – orang kaya di Nebraska, termasuk di antaranya keluarganya

dan kawan – kawannya. Ia sangat berhasil menerapkan ide Benjamin Graham, yaitu mencari perusahaan dengan nilai intrinsik lebih tinggi dari harga sahamnya. Perusahaan patungan tersebut akhirnya dijual dan dibubarkan. Sedangkan para investornya meraih keuntungan yang sangat besar begitu juga Buffett. Sejak tahun 1970, ia terus melanjutkan keberhasilannya, setelah mengambil alih kontrol atas Berkshire Hathaway pada tahun 1965. Berkshire Hathaway adalah sebuah perusahaan tekstil yang anehnya merupakan salah satu investasi terburuk Buffett.

Setelah begitu lama, usaha tekstil tersebut akhirnya ditutup sekitar era 80-an. Namun sukses datang setelah kegagalan. Jauh sebelumnya, pada tahun 1967. Buffett berkomentar :

“kas yang dihasilkan oleh usaha tekstil digunakan untuk masuknya kami ke sektor asuransi.”(Hagstrom, 1999).

Hal itu terbukti menjadi katalisator bagi keberhasilan Buffett. Asuransi merupakan roda penggerak di balik ekspansi Berkshire. Penjelasan utama bagi pertumbuhan *book value per share* Berkshire dari US\$ 19,46 di tahun 1964 menjadi hampir US\$ 20.000 pada tahun 1997 – ketika *market value* dari seluruh perusahaan mencapai lebih dari US\$ 50 milyar.

Buffett cukup berhasil ketika menggunakan Berkshire sebagai kendaraan bagi kepetingan yang lain, yang didalamnya termasuk pembelian saham yang brilian. Selama lebih dari 34 tahun, perusahaan tersebut mencapai tingkat pengembalian tahunan yang sangat mengesankan bagi para pemegang saham sebesar 24, 7 persen. Buffett duduk sebagai presiden (*chairman*) dan direktur utama (CEO) sejak awalnya, bekerja dengan sejumlah kecil staf, dan menjauhi dari hampir seluruh kegemerlapan dan kemewahan seorang eksekutif. Namun kepribadiannya yang tenang, keberhasilannya yang luar biasa, dan milyaran dollar kekayaan pribadinya

terus bertambah telah menjadikannya legenda dan pahlawan bagi para pemegang sahamnya.

Siapa saja yang membeli saham perusahaan tersebut tahun 1965 sebanyak US\$ 10.000, maka kekayaannya akan bernilai US\$ 51 juta pada akhir milenium. Pelaku utama dari kesuksesan investasi ini tentu saja adalah Buffett dan keluarganya. Susan, istri yang bersamanya selama 47 tahun duduk di dalam dewan direksi, sebagaimana juga putrinya yang bernama Susan, dan Howard salah satu putranya. Namun tidak satupun dari kedua orang ini, dan tidak juga Peter, anak ketiganya, yang memainkan peran manajemen sekecil apapun. Orang yang menjadi kepercayaan Buffett selama bertahun – tahun adalah *vice chairman*-nya, Charlie Munger. Teman lamanya ini sering dipuji oleh Buffett sebagai orang yang sangat berjasa dalam membawa keberhasilan Berkshire. Munger mengundurkan diri pada tahun 1999 di usia 75 tahun.

### **II.3.2. Performa Portofolio**

Berikut ini adalah *return* dari portofolio yang dimiliki oleh Warren Buffett melalui perusahaannya yaitu Berkshire Hathaway selama 31 tahun dari 1976 – 2006 (Martin, 2008):

Year	return	S&P 500	1-year US treasury
1976	121,12	23,6	5,88%
1977	16,43	-7,4	6,08
1978	12,99	6,4	8,34
1979	24,64	18,2	10,65
1980	13,34	32,3	12
1981	26,63	-5	14,8
1982	46,5	21,4	12,27
1983	34,78	22,4	9,58
1984	10,13	6,1	10,91
1985	71,95	31,6	8,42
1986	21,46	18,6	6,45
1987	18,56	5,1	6,77
1988	18,53	16,6	7,65
1989	50,2	31,7	8,53
1990	0	-3,1	7,89
1991	43,36	30,5	5,86
1992	15,7	7,6	3,89
1993	9,73	10,1	3,43
1994	12,2	1,3	5,32
1995	44,54	37,6	5,94
1996	33,69	23	5,52
1997	36,87	33,4	5,63
1998	10,17	28,6	5,05
1999	0,18	21	5,08
2000	7,76	-9,1	6,11
2001	-10,33	-11,9	3,49
2002	-1,44	-22,1	2
2003	43,34	28,7	1,24
2004	13,32	10,9	1,89
2005	7,5	4,9	3,62
2006	20,21	15,8	4,94

Sumber : Martin, "Imitation is....", 2008

Selama 31 tahun, portfolio Buffett telah mengalahkan indeks S&P 500 selama 27 tahun. Menghasilkan *return* kumulatif sebesar 59.343% yang tentu saja mengalahkan indeks S&P 500 yang memiliki *return* kumulatif “hanya” 4.043% (Martin, 2008). Hebatnya, hasil di atas bukan dicapai dengan keberuntungan (*luck*).

### II.3.3. Penelitian Sebelumnya

Padron (2006) dalam tesisnya, mencoba membuat portfolio dengan menggunakan acuan *share holder letter* yang ditulis oleh Warren Buffett setiap tahun kepada para investornya di Berkshire Hathaway. Sayangnya Padron keluar dengan sederet syarat – syarat untuk menyeleksi portfolio yang di klaim berdasarkan “Warren buffett” tanpa menjelaskan dengan lebih rinci, dari mana dia mendapatkan angka – angka tersebut. Dalam pembentukan portfolionya, Padron juga mengasumsikan bobot masing – masing saham sama. Lalu portfolio yang terbentuk dilihat *return*-nya selama 10 tahun pengamatan. Di dapatkan hasil, bahwa return portfolio itu melebihi return pasar (S&P 500) sebanyak 9,91%. Kekurangan lain dalam studi ini adalah Padron tidak menambahkan efek resiko dalam penilaian performa portfolionya (*portfolio performance measure*). Sehingga para investor tidak mengetahui apakah return yang tinggi itu disertai dengan resiko yang lebih tinggi atau malah lebih rendah.

Sharpe (1995) mengatakan dalam buku Lowenstein, bahwa keberhasilan Warren Buffett hanyalah sebuah “*Three-sigma Event*” yaitu sebuah penyimpangan statistika yang sangat di luar jalur sehingga tidak perlu diperhatikan lebih lanjut.

Martin (2008) mencoba meniru (*mimicking*) portofolio Buffett di Berkshire Hathaway dengan cara membeli saham yang sama yang dibeli oleh Buffett sebulan

setelah Buffett mengumumkan bahwa dia telah membeli saham tersebut. Hasilnya disebut *mimicking portfolio*. Setelah di analisa, *return* tahunan dari *mimicking portfolio* juga mengalahkan *return* tahunan indeks S&P 500 sebanyak 11,14%, *mimicking portfolio* juga memiliki *Sharpe's Measure* yang lebih besar dari *Sharpe's Measure* indeks S&P 500 (64,40% vs 40,19%). Martin juga mengungkapkan bahwa hasil *return* portfolio Buffett yang hampir selalu mengalahkan pasar bukanlah hasil dari keberuntungan, tetapi merupakan keahlian yang dimiliki oleh Buffett sehingga dia mendapatkan *abnormal return*.

Lambey (1998) mencoba membuat portfolio berdasarkan kriteria pemilihan Warren Buffet dengan parameter ROE, NPM, DER tanpa melakukan pembobotan pada masing – masing kriteria, lalu dia melihat nilai intrinsik suatu perusahaan, perusahaan yang *undervalued* akan dimasukkan ke dalam portofolio. Lambey mengasumsikan bobot masing – masing saham di dalam portofolio adalah sama, lalu dia melihat *return* dari portfolio itu selama 1 tahun pengamatan, hasilnya *return* portofolio itu selama satu tahun (1997) sebesar 4,78% sedangkan pasar (IHSG) pada waktu yang sama *return*-nya -38,63%, lalu bila diukur dengan metode “*risk-adjusted return*” hasilnya adalah portfolio tersebut mengalahkan pasar di semua metode pengukuran (*Sharpe*, *Treynor*, dan *Jensen's Alpha*). tapi riset ini masih memiliki kekurangan yaitu terlalu sederhananya metode pemilihan portfolio, dan sangat pendeknya waktu pengamatan *return* portofolio (hanya 1 tahun).

Gustaman (2004) mencoba untuk membuat portfolio dengan kriteria pemilihan Warren Buffett, yaitu berdasarkan ROE, NPM, dan *Retained Earnings Effectivity* lalu memformulasikan bobot portofolionya berdasarkan Teori Markowitz, dari penelitiannya dia mendapatkan hasil bahwa *return* dari portfolio tersebut di masa lalu melebihi *return* pasar (IHSG) tapi resiko portofolio tersebut



masih di atas tingkat resiko pasar. Walaupun sudah cukup baik dalam mengintepretasikan kriteria penyusunan portofolio, studi ini masih memiliki kekurangan yaitu, tidak dilihatnya *return* dari portofolio yang telah dibentuk, *return* portofolio pun belum dibandingkan dengan pasar. Sehingga para investor tidak begitu mengerti apakah hasil *return* portofolio tersebut melebihi tingkat *return* pasar.

#### **II.3.4. Metode Pemilihan Portofolio Warren Buffett Menurut Robert G. Hagstrom**

Robert G.Hagstrom adalah orang yang telah meneliti Warren Buffett selama lebih dari 15 tahun. Dalam studinya tentang Buffett dia menemukan bahwa Buffett memiliki seperangkat kriteria dalam memilih bisnis yang akan diakuisisi atau saat membeli saham di bursa saham. Berikut ini adalah metode pemilihan portofolio Warren Buffett menurut studi yang telah dilakukan oleh Robert G. Hagstrom (2005).

Tidak terdapat perbedaaan fundamental, menurut Buffet, antara membeli suatu usaha dengan membeli sebagian kecil perusahaan tersebut di pasar saham. Dalam melakukan setiap investasinya Buffet berlaku sebagai analis bisnis (*business analyst*) bukan analis pasar (*market analyst*).

Ada beberapa prinsip dasar yang mendasari keputusan investasi buffet. Prinsip – prinsip tersebut dapat dikategorikan menjadi 4 bagian, yaitu:

#### II.3.4.1. Prinsip Bisnis

Dalam memilih portfolionya Buffett memperhatikan tiga faktor penting, yaitu:

a. Bisnis yang sederhana dan dapat dipahami

Kesuksesan keuangan seorang investor memiliki hubungan yang proporsional dengan tingkat pemahaman investor tersebut kepada investasi bisnisnya.

b. Data operasi perusahaan yang konsisten.

Menurut Buffett, perusahaan yang dapat menghasilkan tingkat pengembalian (*return*) yang tinggi adalah perusahaan yang memiliki pengalaman dalam memproduksi produk atau jasa dalam jangka waktu tertentu.

c. Memiliki prospek jangka panjang yang baik.

Menurut Buffett ekonomi dunia dapat dibedakan menjadi dua grup, yaitu:

- i. Bisnis "*franchise*" yaitu perusahaan yang memproduksi barang atau jasa yang (1) dibutuhkan atau diinginkan, (2) tidak ada substitusi yang dekat, (3) tidak diatur oleh pemerintah. Perusahaan seperti ini memiliki fleksibilitas dalam penetapan harga sehingga dapat menghasilkan keuntungan di atas rata - rata. Selain itu perusahaan seperti ini juga memiliki *economic goodwill* sehingga dapat bertahan di tengah – tengah keadaan inflasi yang tinggi.
- ii. Bisnis komoditi, yaitu perusahaan yang menghasilkan produk atau jasa yang sulit dibedakan dengan produk atau jasa pesaingnya, sehingga mereka tidak memiliki kekuatan untuk menentukan harga.

Perusahaan seperti ini hanya bisa menghasilkan *return* di atas rata – rata bila mereka memiliki struktur biaya yang rendah.

#### II.3.4.2. Prinsip Manajemen

Ada tiga prinsip utama yang berkaitan dengan prinsip manajemen, yaitu:

##### a. Rasionalitas

Tindakan terpenting manajemen adalah mengalokasikan modal perusahaan, karena modal perusahaan akan menentukan nilai pemegang saham (*shareholder value*) dari waktu ke waktu. Pengalokasian pendapatan perusahaan berhubungan dengan di mana perusahaan berada pada siklus hidupnya (*life cycle*).

Apabila kelebihan kas yang diinvestasikan kembali dapat menghasilkan ROE di atas rata – rata dari biaya modal (*cost of capital*), maka seharusnya perusahaan menahan semua pendapatannya dan menginvestasikannya kembali. Sebuah perusahaan yang menyediakan tingkat pengembalian investasi rata - rata atau dibawah rata - rata tetapi menghasilkan kelebihan kas daripada yang dibutuhkannya mempunyai tiga pilihan, yaitu:

- i. Mengabaikan persoalan tersebut dan kembali melakukan reinvestasi sehingga harga sahamnya turun.
- ii. Perusahaan tersebut dapat membeli pertumbuhan dengan membeli perusahaan lain.
- iii. Perusahaan dapat mengembalikan uang kepada pemegang saham.

Melalui keputusan inilah dapat dinilai kerasionalan dari manajemen. Menurut Buffett tindakan yang paling rasional adalah mengembalikan uang tersebut kepada pemegang saham sehingga mereka dapat menginvestasikannya kembali di tempat lain.

#### b. Kejujuran

Buffett sangat menghargai kejujuran manajemen yang dapat melaporkan kinerja keuangan secara jujur dan terbuka, di mana pihak manajemen sanggup untuk mengakui kesalahan mereka secara terbuka.

#### c. Perintah Institusi

Perintah Institusi (*institutional imperative*) adalah suatu kekuatan yang menimbulkan kecenderungan bagi manajemen perusahaan untuk meniru tingkah laku manajemen perusahaan lain, meskipun tindakan perusahaan tersebut tidak rasional.

*Institutional imperative* muncul ketika (1) suatu institusi menolak setiap perubahan yang diperlukan; (2) melakukan ekspansi kerja hanya untuk memenuhi waktu, proyek perusahaan atau melakukan akuisisi untuk menyerap kelebihan dana yang ada; (3) setiap bisnis yang diinginkan oleh seorang pemimpin, walaupun bisnis tersebut tidak rasional, dengan cepat didukung secara detail oleh studi tentang tingkat pengembalian dan strategi oleh para bawahannya; (4) tingkah laku perusahaan yang sejenis, apakah mereka melakukan ekspansi, akuisisi, menentukan kompensasi bagi para eksekutif atau apapun akan ditiru tanpa berpikir lebih dahulu.

### II.3.4.3. Prinsip Keuangan

Prinsip – prinsip keuangan yang digunakan Buffett sebagai pedoman investasinya, yaitu:

#### a. Fokus Pada Tingkat Pengembalian Modal (*Return on Equity*)

Untuk menggunakan rasio *return on equity* (ROE) ada beberapa penyesuaian yang harus diperhatikan, yaitu:

- i. Surat – surat berharga dan *marketable securities* harus dinilai berdasarkan *cost* (biaya perolehan) dan bukan atas harga pasar karena pergerakan bursa saham secara keseluruhan dapat berpengaruh besar terhadap ROE
- ii. Investor harus bisa mengendalikan efek dari pos luar biasa (*extra ordinary items*) yang juga menjadi penyebut dari rasio ini. Karena keuntungan dan kerugian dari *extra ordinary items* harus dikeluarkan sehingga diketahui tingkat pengembalian yang berasal dari operasi perusahaan (*operating profit*).

Selain itu Buffett juga berpendapat bahwa bisnis yang baik adalah bisnis yang dapat menghasilkan ROE yang tinggi tanpa bantuan hutang. Perusahaan yang menghasilkan ROE yang tinggi dengan bantuan hutang secara signifikan harus dicermati secara hati - hati.

#### b. Penghasilan Pemilik

Seorang investor harus bisa menghitung penghasilan pemilik (*owner's earning*) untuk dapat mendapatkan gambaran yang jelas mengenai nilai riil dari suatu perusahaan. *Owner's earning* bisa didapat dengan cara menambahkan

keuntungan bersih dengan penyusutan, *depletion*, dan amortisasi, kemudian dikurangi jumlah pengeluaran modal (*capital expenditure*) dan tambahan modal yang diperlukan.

c. Mencari Perusahaan Yang Memiliki Marjin Keuntungan Tinggi.

Buffett mencari perusahaan – perusahaan dengan biaya operasi yang rendah karena kemampuan manajemennya untuk selalu mencari cara untuk melakukan penghematan biaya - biaya.

d. Premis satu dollar

Untuk setiap dollar yang ditahan perusahaan (*retained earning*), pastikan perusahaan menghasilkan paling sedikit satu dollar kenaikan nilai pasar. Jika perusahaan berhasil menghasilkan tingkat pengembalian di atas rata – rata dari laba yang ditahan, maka keberhasilan ini akan tercermin dari harga saham perusahaan tersebut.

#### **II.3.4.4. Prinsip Nilai**

Ada dua komponen utama keputusan investasi yang berhubungan dengan prinsip ini, yaitu:

a. Menentukan Nilai Dari Bisnis

Ada tiga cara yang dapat digunakan untuk menentukan nilai suatu perusahaan, yaitu:

i. Nilai likidasi (*Liquidation value*)

Nilai likidasi adalah penilaian dengan memperkirakan *cash* yang akan didapat bila kita menjual seluruh aktiva perusahaan dikurangi dengan kewajiban yang harus dipenuhi perusahaan tersebut.

ii. Perhatian Berkelanjutan (*Going Concern*)

Memperkirakan arus kas (*cash flow*) yang akan diperoleh di masa mendatang dan kemudian arus kas ini di diskontokan dengan tingkat suku bunga yang sesuai untuk mendapat nilai pada saat ini (*present value*)

iii. Pasar

Membandingkan perusahaan dengan perusahaan lain yang sama, dan menggunakan faktor pembesar (*multiplier*) yang tepat.

Cara terbaik menurut Buffett adalah dengan cara kedua. Apabila ia tidak dapat menentukan perkiraan aliran kas di masa mendatang dengan yakin, maka Buffett tidak akan mencoba menilai perusahaan tersebut. Dalam menentukan tingkat bunga, Buffett menggunakan tingkat bunga aset bebas resiko (*risk free asset*), seringkali ia menggunakan tingkat bunga obligasi jangka panjang dari pemerintah. Buffett tidak menambah premium untuk resiko (*risk premium*) dalam perhitungan karena ia menghindari resiko dengan cara: (1) dia menghilangkan resiko finansial yang berhubungan dengan pembiayaan hutang dengan menghindari perusahaan - perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi. (2) resiko bisnis dikurangi dengan berfokus pada perusahaan yang konsisten dan pendapatannya dapat diprediksi.

#### b. Membeli Pada Harga Yang Menarik

Buffett tidak hanya bertujuan mencari perusahaan yang memiliki prospek yang baik, tapi juga bertujuan membeli perusahaan tersebut dengan harga di bawah nilai sebenarnya dari perusahaan tersebut. Selisih antara harga perusahaan dan nilainya disebut *margin of safety*. Ada dua fungsi utama *margin of safety*, (1) menghindari resiko penurunan harga saham akibat salah perhitungan, (2) mendapatkan keuntungan yang lebih apabila perhitungan itu tepat.

## II.4. Pengukuran Kinerja Portofolio

### II.4.1. Imbal Hasil Historis

Metode  *Holding Period Return* (HPR) digunakan untuk menghitung secara sederhana tingkat pengembalian dari suatu portofolio tanpa memperhitungkan resiko yang terdapat pada portofolio. HPR adalah total pengembalian dari suatu investasi termasuk semua sumber penghasilan untuk suatu periode tertentu (Reilly, 2003). Untuk metode HPR, *return* portofolio didapat dengan:

$$\text{HPR} = \frac{\text{Harga Awal Saham} - \text{Harga Akhir Saham} + \text{Cash Dividend}}{\text{Harga Awal Saham}} \quad (2.3)$$



## II.4.2. Imbal Hasil Disesuaikan Dengan Resiko

Metode *risk-adjusted return* menghitung tingkat pengembalian suatu portfolio dengan memperhitungkan resiko yang ada pada portfolio tersebut. Ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan untuk menghitung tingkat pengembalian suatu portfolio dengan menggunakan metode *risk-adjusted return* (Bodie, 2008), yaitu:

### II.4.2.1. Pengukuran Sharpe

*Sharpe Measure* adalah metode yang membagi rata – rata pengembalian portfolio untuk periode sample tertentu dengan standar deviasi dari pengembalian untuk suatu jangka waktu tertentu. *Sharpe Measure* mengukur *trade-off* antara *reward* dengan total volatilitas.

$$S = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p} \dots\dots\dots(2.4)$$

Di mana:

$\bar{r}_p$  = tingkat pengembalian portofolio

$\bar{r}_f$  = tingkat bunga bebas resiko

$\sigma_p$  = standar deviasi portofolio

### II.4.2.2. Pengukuran Treynor

*Treynor Measure* merupakan metode yang memberikan kelebihan pengembalian per satu unit resiko tetapi menggunakan resiko sistematis sebagai ganti total resiko.

$$T = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\beta_p} \dots\dots\dots(2.5)$$

Di mana:

$\bar{r}_p$  = tingkat pengembalian portofolio

$\bar{r}_f$  = tingkat bunga bebas resiko

$\beta_p$  = resiko sistematis portofolio

### II.4.2.3. Jensen's Alpha

Jensen Measure adalah rata – rata pengembalian portfolio melebihi dan di atas yang telah diprediksikan oleh CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p (\bar{r}_M - \bar{r}_f)]$$

Di mana:

$\bar{r}_p$  = tingkat pengembalian portfolio

$\bar{r}_f$  = tingkat bunga bebas resiko

$\bar{r}_M$  = tingkat pengembalian pasar

$\beta_p$  = resiko sistematis portofolio

