

BAB I

PENDAHULUAN

I.1. Latar Belakang

Pengelolaan portfolio (*portfolio management*), dapat dibagi menjadi 2 cara, manajemen pasif (*passive management*) dan manajemen aktif (*active management*) (Elton dan Gruber, 2007). Masing – masing strategi memiliki keunggulan dan kelemahannya sendiri. Contoh termudah untuk manajemen pasif 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, manajemen aktif mengambil posisi yang berbeda dari manajemen pasif, berdasarkan ramalan terhadap masa depan. Misal, yang menjadi tolak ukur adalah indeks S&P 500, yang ideal adalah membuat portfolio 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 *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*). Hal

seperti inilah yang dilakukan oleh Warren Buffett (Hagstrom, 1999). Buffett memiliki seperangkat aturan ketat yang konsisten ia jalankan. Aturan tersebut merupakan gabungan antara pemikiran Benjamin Graham yang mewakili sisi kuantitatif dan Phillip Fisher yang mewakili sisi kualitatif (Lambey, 1998).

Warren Buffet merupakan salah satu investor terkenal di dunia. Dia merupakan orang terkaya kedua di dunia menurut majalah *Forbes* edisi 2007. Kesuksesan Warren Buffet merupakan salah satu contoh anomali atas teori pasar keuangan yang paling terkenal *Efficient Market Hypothesis* (EMH) yang mengelompokkan bursa saham menjadi tiga jenis berdasarkan kondisi efisiennya, yaitu *strong form*, *semi-strong form*, dan *weak form* (Fama, 1970).

Kesuksesan Warren Buffet menjadi anomali bagi bentuk *semi-strong form* dari EMH, di mana menurut hipotesis itu "harga suatu sekuritas selalu mencerminkan secara penuh semua informasi publik," (Fama, 1970) dan sebagai implikasinya "*hampir semua* analisis fundamental akan gagal." (Bodie, 2008) Kata "*hampir semua*" merujuk kepada beberapa analisis yang memiliki "*unique insight*" yang akan mendapatkan keuntungan. Akan tetapi "pada akhirnya, margin superioritas yang bisa ditambah oleh manajer investasi profesional akan *sangat sedikit*, sehingga ahli statistik akan tidak bisa mendeteksinya." (Bodie, 2008) Mengaplikasikan hal di atas kepada Warren Buffet tentu bukanlah hal yang mudah. Seperti kita tahu, Warren Buffet hanya melakukan pemilihan atas portfolio sahamnya dari informasi yang tersedia di publik (Lowenstein, 1995), tetapi kenyataannya *return* dari portfolionya telah mengungguli pasar. Dan yang jelas, superioritas *return*-nya terhadap *return* pasar tidak "*sangat sedikit*." (Buffett, 1984).

Buffet Partnership, Ltd. merupakan kemitraan investasi terbatas yang dikelola oleh Buffet dari tahun 1957 – 1969, dan selama periode tersebut Buffet Partnership, Ltd. secara

konsisten telah "mengalahkan" *Dow Jones Industrial Average* (DJIA) dalam hal *return*. Buffet Partnership, Ltd. menghasilkan *cummulative return* sebesar 2.794,9% selama periode tersebut, dibandingkan dengan DJIA yang "hanya" menghasilkan *cummulative return* sebesar 152,6% (Buffett, 1984). Hal ini mengundang pertanyaan banyak pihak, apa yang telah dilakukan oleh seorang Warren Buffet sehingga dia mampu mengalahkan pasar secara konsisten. Sedangkan kita tahu bahwa Buffet hanya melakukan analisis berdasarkan data – data yang ada di pasar, dan dia tidak mengetahui informasi orang dalam.

Telah ada beberapa studi tentang anomali yang dilakukan oleh Buffet. Diantaranya yang mengangap bahwa kesuksesan Warren Buffet hanyalah sebuah "*three sigma event*" yaitu sebuah penyimpangan statistika yang sangat di luar jalur, sehingga tidak memerlukan perhatian lebih lanjut (Lowenstein, 1995). Tetapi, ada penelitian yang mengatakan bahwa Kesuksesan Warren Buffett bukanlah hasil dari keberuntungan semata, namun berasal dari pengeksploitasian fitur sistemik di pasar finansial yang belum dimengerti sepenuhnya oleh komunitas akademik (Padron, 2006).

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. Dia menerbitkan sebuah buku *The Warren Buffett Way* yang menceritakan sejarah perjalanan investasi Warren Buffett beserta beberapa prinsip (*tenets*) yang dilakukan oleh Buffett dalam akuisisi ataupun pembelian saham di pasar modal.

Bagi seorang investor *return* merupakan salah satu hal terpenting dalam pertimbangan menyusun sebuah portfolio, selain resiko yang menyertai *return* tersebut. Penting sekali untuk menyusun sebuah portfolio yang dalam jangka panjang *return*-nya bisa melebihi *return* pasar secara keseluruhan. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan

untuk menyelidiki apakah kriteria penyusunan portfolio yang dilakukan oleh Warren Buffet menurut buku *The Warren Buffet Way* karya Robert G. Hagstrom bisa diterapkan di Indonesia, dan apakah *return*-nya akan melebihi *return* pasar (dalam hal ini IHSG).

I.2. Perumusan Masalah

Penelitian ini berusaha menjawab pertanyaan sebagai berikut:

1. Bagaimana implementasi *rule-based investment system* penyusunan portfolio berdasarkan kriteria Warren Buffet menurut buku *The Warren Buffett Way* di Indonesia?
2. Apakah tingkat *return* yang dihasilkan oleh portfolio tersebut (*active management*) mampu melebihi tingkat *return* pasar secara keseluruhan (IHSG) (*passive management*) pada periode sampel?
3. Apakah *return* dan resiko portfolio berhubungan dengan *forming period* portfolio dan *holding period* portfolio?

I.3. Batasan Penelitian

1. Metodologi Penelitian

Penelitian ini akan dibagi menjadi tiga tahap. Pertama, membuat portfolio *rule-based investment system* sesuai dengan prinsip – prinsip (*tenets*) pemilihan portfolio Warren Buffet, di mana saham – saham yang ada di BEI yang terdaftar hingga tahun 2002 akan dibuat portfolio dibuat sesuai dengan kriteria pemilihan dari Warren Buffet. Saat pembentukan portfolio (*forming period*), data yang digunakan adalah laporan tahunan

perusahaan selama enam tahun (1997 – 2002). Sumber yang digunakan dalam pemilihan kriteria portofolio di penelitian ini adalah buku *The Warren Buffet Way* karya Robert G. Hagstrom, buku ini dipilih karena Hagstrom telah lebih dari 15 tahun meneliti Warren Buffett, dan buku ini sering dijadikan bahan referensi buku – buku biografi Buffett yang lain. Hagstrom (2005) dalam bukunya, membagi teknik investasi Warren Buffett dalam 4 prinsip penilaian, yaitu:

1. Prinsip Bisnis (*Business Tenet*)
 - a. Apakah bisnisnya simpel dan mudah di mengerti?
 - b. Apakah bisnis tersebut memiliki sejarah operasi yang konsisten?
 - c. Apakah bisnis tersebut memiliki prospek jangka panjang yang bagus?

2. Prinsip Manajemen (*Management Tenet*)
 - a. Apakah pihak manajemen rasional?
 - b. Apakah pihak manajemen jujur kepada para pemegang saham?
 - c. Apakah pihak manajemen bisa menahan ”*Institutional Imperative*”?

3. Prinsip Finansial (*Financial Tenet*)
 - a. Seberapa besar *Return on Earning*- nya?
 - b. Seberapa besar *Owner Earning* nya?
 - c. Seberapa besar *Profit Margin* nya?
 - d. Seberapa besar *Retained Earning Effectivity* nya?

4. Prinsip Nilai (*Value Tenet*)

- a. Berapa “*Value*” perusahaan tersebut?
- b. Apakah perusahaan tersebut memiliki diskon yang signifikan terhadap “*Value*” nya?

Tahap kedua, performa portfolio ini akan diuji (*holding period*) sampai jangka waktu 5 tahun setelah pembentukan. Setiap saham individual pembentuk portfolio akan diberi bobot yang sama. *Return* portfolio akan dihitung setiap akhir bulan (*monthly return*). *Return* ini selanjutnya akan dibandingkan dengan IHSG pada tahun yang bersangkutan. *Return* pada penelitian ini akan dihitung melalui 2 cara: *Holding Period Return* (HPR) dan *risk-adjusted return*.

HPR adalah total pengembalian dari suatu investasi termasuk semua sumber penghasilan untuk suatu periode tertentu (Reilly, 2003) Untuk metode HPR, *return* portfolio didapat dengan :

$$\text{HPR} = \frac{\text{Harga Awal Saham} - \text{Harga Akhir Saham} + \text{Cash Dividend}}{\text{Harga Awal Saham}} \quad (1.1)$$

Kinerja dari portfolio ini juga akan dihitung dengan metode *risk-adjusted return*, yaitu: *Sharpe's Measure*, *Treynor's Measure*, dan *Jensen's Alpha* agar bisa didapatkan *risk-adjusted return* (Bodie, 2008), sehingga bisa dilihat kinerja sebenarnya dari suatu portfolio bila kita membandingkannya dengan pasar. *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.

$$S = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\sigma_p} \dots\dots\dots(1.2)$$

Di mana:

\bar{r}_p = tingkat pengembalian portfolio

\bar{r}_f = tingkat bunga bebas resiko

σ_p = standar deviasi portfolio

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

$$T = \frac{(\bar{r}_p - \bar{r}_f)}{\beta_p} \dots\dots\dots(1.3)$$

Di mana:

\bar{r}_p = tingkat pengembalian portfolio

\bar{r}_f = tingkat bunga bebas resiko

β_p = resiko sistematik portfolio

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

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [\bar{r}_f + \beta_p (\bar{r}_M - \bar{r}_f)] \dots\dots\dots(1.4)$$

Di mana:

\bar{r}_p = tingkat pengembalian portfolio

\bar{r}_f = tingkat bunga bebas resiko

\bar{r}_M = tingkat pengembalian pasar

β_p = resiko sistematik

Tahap ketiga, akan diteliti apakah *return* dan resiko portfolio berhubungan dengan tipe portfolio (*forming period*) dan *holding period* portfolio.

2. Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI) berupa laporan keuangan tahun 1997 – 2002, *financial highlight*, data jumlah saham beredar, suku bunga Bank Indonesia, dan suku bunga obligasi pemerintah sebagai informasi saat pembentukan portofolio (*forming period*). Lalu data berupa harga saham individual pembentuk portofolio, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) dalam kurun waktu 2001 – 2007 sebagai periode uji (*holding period*).

I.4. Tujuan Dan Manfaat Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah:

Untuk melihat apakah kriteria penyusunan portofolio (*rule-based investment system*) yang dilakukan oleh Warren Buffet (*active management*) menghasilkan *risk-adjusted return* yang lebih tinggi bila dibandingkan dengan *passive management* (rata – rata pasar).

Manfaat dari penelitian ini:

1. Mengetahui apakah *active management investing* efektif untuk diterapkan di pasar modal Indonesia.
2. Memberikan pandangan baru bagi para investor dalam membentuk portofolio yang efektif, sehingga mereka dapat meraih keuntungan yang optimal.

I.5 Sistematika Penulisan

Penulisan skripsi ini dibagi dalam 5 bab, yang akan disusun sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN:

Bab ini menguraikan latar belakang, permasalahan, ruang lingkup pembahasan, tujuan & manfaat penelitian, serta sistematika penulisan atas penelitian ini.

BAB II STUDI LITERATUR

Bab ini meninjau teori – teori tentang *Efficient Market Hypothesis*, return pasar, serta cara penyusunan portfolio Warren Buffet menurut buku *The Warren Buffett Way* karya Robert G. Hagstrom. Bab ini juga meninjau penelitian – penelitian berkaitan yang telah dilakukan sebelumnya, baik di luar negeri maupun di Indonesia.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan tentang data-data pendukung penelitian, sumber data, metode analisa data, dan model-model penelitian yang digunakan penulis dalam penelitian ini.

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN:

Bab ini menguraikan hasil pengolahan data berdasarkan model penelitian serta analisa hipotesa.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN:

Bab ini berisi hasil analisis dan pembahasan serta kesimpulan dan saran bagi penelitian selanjutnya. Penulis juga akan menguraikan kesulitan-kesulitan yang dihadapi selama penyusunan skripsi ini dan kekurangan-kekurangan dalam penelitian.