Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM.

BAGAIMANA PASAR SAHAM BEKERJA



YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK
UNIVERSITAS SAINS & TEKNOLOGI KOMPUTER
UNIVERSITAS STEKOM

Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM.

BAGAIMANA PASAR SAHAM BEKERJA



PENERBIT :
YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK
Jl. Majapahit No. 605 Semarang
Telp. (024) 6723456. Fax. 024-6710144
Email : penerbit_ypat@stekom.ac.id

BAGAIMANA PASAR SAHAM BEKERJA

Penulis :
Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM.

ISBN :

Editor :
Dr. Joseph Teguh Santoso, S.Kom., M.Kom.

Penyunting :
Dr. Mars Caroline Wibowo. S.T., M.Mm.Tech

Desain Sampul dan Tata Letak :
Irdha Yunianto, S.Ds., M.Kom

Penebit :
Yayasan Prima Agus Teknik Bekerja sama dengan
Universitas Sains & Teknologi Komputer (Universitas STEKOM)

Anggota IKAPI No: 279 / ALB / JTE / 2023

Redaksi :
Jl. Majapahit no 605 Semarang
Telp. 08122925000
Fax. 024-6710144
Email : penerbit_ypat@stekom.ac.id

Distributor Tunggal :
Universitas STEKOM
Jl. Majapahit no 605 Semarang
Telp. 08122925000
Fax. 024-6710144
Email : info@stekom.ac.id

Hak cipta dilindungi undang-undang
Dilarang memperbanyak karya tulis ini dalam bentuk dan dengan cara apapun tanpa ijin dari penulis

KATA PENGANTAR

Puji syukur ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa atas segala rahmat dan karunia-Nya sehingga buku yang berjudul **"Bagaimana Pasar Saham Bekerja"** ini dapat disusun dan diselesaikan dengan baik. Buku ini hadir sebagai salah satu sumber pembelajaran dan referensi bagi mahasiswa, akademisi, praktisi, serta masyarakat umum yang ingin memahami dunia pasar saham dan investasi secara lebih mendalam, sistematis, dan aplikatif.

Pasar saham merupakan salah satu bagian penting dalam sistem keuangan modern. Keberadaannya tidak hanya menjadi sarana bagi perusahaan untuk memperoleh sumber pendanaan dalam mengembangkan kegiatan usaha, tetapi juga memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam kepemilikan perusahaan dan mengembangkan aset keuangan melalui kegiatan investasi. Namun, di balik berbagai peluang tersebut, pasar saham memiliki mekanisme, karakteristik, risiko, serta dinamika yang perlu dipahami secara baik sebelum seseorang mengambil keputusan investasi. Oleh karena itu, pemahaman mengenai bagaimana pasar saham bekerja menjadi fondasi penting dalam membangun perilaku investasi yang rasional, terukur, dan berorientasi jangka panjang.

Buku ini disusun untuk memberikan pemahaman yang komprehensif mengenai pasar saham, mulai dari aspek mendasar hingga pembahasan yang lebih analitis dan strategis. Pembahasan diawali dengan pengenalan terhadap kebiasaan finansial dan pembentukan pola pikir investor, termasuk perbedaan antara menabung, berinvestasi, dan berspekulasi. Selanjutnya, pembaca diajak memahami berbagai instrumen sekuritas fundamental, seperti saham, obligasi, reksa dana, dan Exchange Traded Fund (ETF), serta mengenal mekanisme pasar primer dan pasar sekunder, para pelaku pasar, dan proses pembentukan harga melalui mekanisme bid, ask, dan spread.

Untuk memperluas pemahaman mengenai dinamika pasar modal, buku ini juga membahas imbal hasil historis, volatilitas, risiko, expected return, diversifikasi, serta prinsip-prinsip pengelolaan portofolio. Pembahasan mengenai bunga majemuk, pertumbuhan kekayaan, dan Hipotesis Pasar Efisien (Efficient Market Hypothesis) memberikan landasan konseptual bagi pembaca dalam memahami hubungan antara informasi, harga saham, dan strategi investasi. Selain itu, aspek praktis seperti pemilihan perusahaan broker, pembukaan rekening saham, mekanisme transaksi jual beli, penyusunan strategi perdagangan, serta berbagai kesalahan umum dan bias psikologis dalam pengambilan keputusan investasi juga menjadi bagian penting dalam buku ini.

Lebih lanjut, buku ini mengarahkan pembaca untuk memahami bagaimana informasi keuangan digunakan dalam proses pengambilan keputusan investasi. Pembahasan mengenai bahasa pelaporan keuangan, analisis kinerja perusahaan, proyeksi arus kas, dan metode valuasi diharapkan dapat membantu pembaca menilai kondisi fundamental serta memperkirakan nilai intrinsik suatu perusahaan. Materi mengenai reksa dana dan perusahaan investasi lainnya, biaya transaksi, perpajakan, sarana penghematan pajak (*tax shelters*), serta mekanisme penawaran umum perdana atau Initial Public Offering (IPO) turut melengkapi pembahasan agar pembaca memperoleh perspektif yang lebih luas mengenai ekosistem investasi.

Buku ini juga memberikan perhatian terhadap hubungan antara pasar saham dan kondisi ekonomi makro, seperti pertumbuhan ekonomi, nilai tukar, serta siklus perekonomian. Hal ini penting karena pergerakan pasar saham tidak dapat dilepaskan dari berbagai faktor

ekonomi, baik domestik maupun global. Pada bagian akhir, pembahasan diarahkan pada pembentukan kepercayaan diri investor melalui peningkatan literasi keuangan, pemahaman psikologi investasi, pengelolaan ketidakpastian, dan pengembangan kemampuan mengambil keputusan secara mandiri. Dengan demikian, investasi tidak hanya dipandang sebagai aktivitas mencari keuntungan, tetapi juga sebagai proses pembelajaran dan pengelolaan keuangan yang membutuhkan pengetahuan, kedisiplinan, serta tanggung jawab.

Penyusunan buku ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam meningkatkan literasi keuangan dan pemahaman masyarakat mengenai pasar modal. Bagi mahasiswa, buku ini dapat digunakan sebagai bahan pembelajaran untuk memahami konsep, teori, dan praktik pasar saham. Bagi investor pemula, buku ini diharapkan menjadi panduan awal dalam mengenali instrumen investasi, memahami mekanisme perdagangan, serta menyusun strategi investasi yang sesuai dengan tujuan dan profil risiko masing-masing. Sementara itu, bagi pembaca yang telah memiliki pengalaman di pasar modal, buku ini dapat menjadi referensi untuk memperdalam pemahaman mengenai analisis, valuasi, strategi perdagangan, dan pengelolaan portofolio.

Penulis menyadari bahwa perkembangan pasar saham berlangsung sangat dinamis seiring dengan perubahan teknologi, regulasi, kondisi ekonomi, dan perilaku para pelaku pasar. Oleh sebab itu, buku ini tidak dimaksudkan sebagai panduan untuk menjamin keuntungan investasi, melainkan sebagai sarana untuk membangun pemahaman yang lebih baik dalam menghadapi peluang dan risiko pasar modal. Setiap keputusan investasi tetap memerlukan pertimbangan yang matang, analisis yang memadai, serta penyesuaian terhadap kondisi dan tujuan keuangan masing-masing investor.

Penulis menyampaikan terima kasih kepada semua pihak yang telah memberikan dukungan, pemikiran, referensi, dan kontribusi dalam proses penyusunan buku ini. Penulis juga menyadari bahwa buku ini masih memiliki keterbatasan, baik dari segi materi maupun penyajiannya. Oleh karena itu, kritik dan saran yang konstruktif sangat diharapkan sebagai bahan perbaikan dan penyempurnaan pada masa mendatang.

Akhir kata, semoga buku **“Bagaimana Pasar Saham Bekerja”** ini dapat memberikan manfaat, memperluas wawasan, serta mendorong tumbuhnya budaya investasi yang cerdas, rasional, dan bertanggung jawab. Semoga buku ini dapat menjadi salah satu referensi yang membantu pembaca tidak hanya memahami bagaimana pasar saham bekerja, tetapi juga membangun pola pikir dan kepercayaan diri dalam mengambil keputusan investasi secara bijaksana.

Semarang, November 2026
Penulis

Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR ..... **ii**

DAFTAR ISI ..... **iv**

BAB 1 APAKAH BERINVESTASI SUDAH MENDARAH DAGING DALAM DIRI ANDA? **1**

1.1 Menakar Titik Nol: Anda Seorang Penabung Atau Penanam Modal? 1

1.2 Anatomi Kebiasaan Finansial: Mengapa Investasi Terasa Berat? 3

1.3 Jebakan Fomo Dan Spekulasi Vs. Investasi Sejati 5

1.4 Membangun "DNA Investor": Transisi Dari Paksaan Menjadi Insting 6

BAB 2 MEMAHAMI SEKURITAS FUNDAMENTAL **9**

2.1 Filosofi Dua Sisi Mata Uang: Menjadi Pemilik Bisnis Atau Pemberi Pinjaman 9

2.2 Membedah Saham (Ekuitas): Lebih Dari Sekadar Simbol Ticker Berkedip 11

2.3 Surat Utang (Obligasi): Jangkar Stabilitas Di Tengah Badai Pasar 13

2.4 Reksa Dana Dan ETF (Exchange Traded Fund) 15

BAB 3 APA ITU PASAR SAHAM? **18**

3.1 Metafora Pasar Tradisional Dan Ilusi Kerumitan 18

3.2 Membedah Garis Batas Pasar Primer Dan Sekunder 19

3.3 Ekosistem Dan Aktor Utama Investor 21

3.4 Mekanika Penciptaan Harga: Hukum Besi *Bid*, *Ask*, Dan *Spread* 23

BAB 4 IMBAL HASIL HISTORIS DAN VOLATILITAS **28**

4.1 Dekonstruksi Dan Rekam Jejak Sejarah Pasar Modal 28

4.2 Mitos "Makan Siang Gratis" Dan Lahirnya Risiko 30

4.3 Membedakan Gejolak Harga Dari Kerugian Permanen 32

4.4 Paradoks Kinerja Sejarah Bukanlah Bola Kristal 33

4.5 Waktu Sebagai Penawar Racun Volatilitas 35

BAB 5 RISIKO, IMBAL HASIL YANG DIHARAPKAN, DAN DIVERSIFIKASI **38**

5.1 Paradoks "Makan Enak" Dan "Tidur Nyenyak" *Trade-Off* Risiko Dan Hasil 38

5.2 Ketidakpastian Risiko Sistematis Dan Risiko Spesifik 39

5.3 Mengkalkulasi Anatomi Imbal Hasil Yang Diharapkan (*Expected Return*) 41

5.4 Diversifikasi Satu-Satunya "Makan Siang Gratis" Di Pasar Modal 43

5.5 Merajut Portofolio Optimal Dan Menemukan Batas Toleransi 44

BAB 6 MENENTUKAN BESARNYA KEUNTUNGAN ANDA **48**

6.1 Ilusi Kendali Dan Anatomi Pertumbuhan Finansial 48

6.2 Membedah Rumus Bunga Majemuk 50

6.3 Tiga Pilar Penentu Kekayaan Pada Variabel Yang Dapat Dikendalikan 52

BAB 7 HIPOTESIS PASAR EFISIEN **55**

7.1 Filosofi Hipotesis Pasar Efisien 55

7.2 Tiga Bentuk Efisiensi Pasar 57

7.3 Harga Saham Sebagai Cermin Informasi 59

7.4 Anomali Pasar Dan Keterbatasan Hipotesis Pasar Efisien 61

7.5 Adaptive Markets Hypothesis 63

7.6 Implikasi Hipotesis Pasar Efisien Terhadap Strategi Investasi 65
7.7 Menguji Efisiensi Pasar Saham Dalam Perspektif Pasar Modal Indonesia 66
7.8 Membangun Pola Pikir Investor Di Tengah Pasar Yang Efisien 68
BAB 8 MEMILIH PERUSAHAAN BROKER 69
8.1 Mengenal Perusahaan Broker Dan Perannya Dalam Pasar Modal..... 69
8.2 Legalitas, Regulasi, Dan Perlindungan Investor 72
8.3 Biaya Transaksi Dan Transparansi Layanan Broker 74
8.4 Teknologi, Platform Perdagangan, Dan Kualitas Eksekusi 78
8.5 Kualitas Layanan Dan Strategi Memilih Perusahaan Broker..... 81
BAB 9 DASAR-DASAR PERDAGANGAN DAN INVESTASI 86
9.1 Perdagangan Dan Investasi Saham..... 86
9.2 Mengenal Mekanisme Perdagangan Saham 87
9.3 Membuka Rekening Dan Memulai Investasi Saham 88
9.4 Memahami Proses Order Beli Dan Jual Saham 89
9.5 Menentukan Saham Yang Layak Dibeli..... 91
9.6 Strategi Memulai Investasi Saham 92
9.7 Memahami Risiko Dalam Perdagangan Saham 94
9.8 Mengelola Portofolio Dan Diversifikasi Investasi 95
9.10 Membangun Disiplin Dan Konsistensi Investasi 96
BAB 10 STRATEGI PERDAGANGAN DAN KESALAHAN UMUM..... 98
10.1 Konsep Dan Kerangka Penyusunan Strategi Perdagangan Saham 98
10.2 Strategi Mengikuti Tren Dan Momentum Pasar..... 101
10.3 Strategi Kontrarian Dan Pembalikan Harga 104
10.4 Pengujian Strategi Dan Evaluasi Keputusan Perdagangan 106
10.5 Kesalahan Umum Dan Bias Psikologis Dalam Perdagangan Saham 108
10.6 Disiplin, Konsistensi, Dan Perbaikan Kinerja Perdagangan..... 112
BAB 11 BAHASA PELAPORAN KEUANGAN 115
11.1 Bahasa Pelaporan Keuangan Sebagai Media Komunikasi Bisnis 116
11.2 Karakteristik Bahasa Pelaporan Keuangan Yang Berkualitas 116
11.3 Memahami Istilah, Label, Dan Klasifikasi Dalam Laporan Keuangan 118
11.4 Laporan Keuangan Sebagai Sumber Informasi Penting..... 119
11.5 Bahasa Naratif Dan Pengungkapan Manajemen Dalam Laporan Tahunan..... 120
11.6 Keterbacaan, Transparansi, Dan Potensi Bias Pelaporan Keuangan..... 122
11.7 Transformasi Bahasa Pelaporan Keuangan Dalam Era Digital 124
BAB 12 ANALISIS DAN VALUASI PERUSAHAAN..... 127
12.1 Konsep Dasar Analisis Dan Valuasi Perusahaan 127
12.2 Analisis Model Bisnis, Industri, Dan Prospek Perusahaan..... 129
12.3 Analisis Kinerja Keuangan Dan Kemampuan Menciptakan Nilai..... 131
12.4 Proyeksi Kinerja Dan Estimasi Arus Kas Perusahaan 134
12.5 Metode Valuasi Perusahaan Dan Penentuan Nilai Intrinsik..... 137
12.6 Interpretasi Hasil Valuasi Dan Pengambilan Keputusan Investasi..... 140

BAB 13 REKSA DANA DAN PERUSAHAAN INVESTASI LAINNYA 143
13.1 Sejarah Dan Perkembangan Reksa Dana 143
13.2 Struktur Kelembagaan Dan Ekosistem Perusahaan Investasi 148
13.3 Mekanisme Operasional Dan Administrasi Reksa Dana 150
13.4 Struktur Hukum Dan Klasifikasi Produk Reksa Dana 151
13.5 Tata Kelola, Pengawasan, Dan Perlindungan Aset Investor 154
BAB 14 MEMINIMALKAN BIAYA TRANSAKSI DAN PAJAK 159
14.1 Memahami Biaya Transaksi Dalam Investasi Saham 159
14.2 Frekuensi Perdagangan Dan Pengaruhnya Terhadap Keuntungan Investasi 160
14.3 Memahami Pajak Dan Dasar Perolehan Dalam Investasi Saham 162
14.4 Strategi Mengelola Keuntungan, Kerugian, Dividen, Dan Reksa Dana 164
14.5 Menghitung Keuntungan Bersih Dan Mengelola Biaya Investasi 166
BAB 15 SARANA PENGHEMAT PAJAK (TAX SHELTERS) 169
15.1 Konsep Dan Fungsi Tax Shelters Dalam Perencanaan Keuangan 169
15.2 Sistem Perlakuan Pajak Atas Tabungan Dan Investasi Pensiun 170
15.3 Traditional Ira: Penundaan Pajak Untuk Persiapan Pensiun 172
15.4 Roth Ira: Pembayaran Pajak Di Awal Dan Potensi Penarikan Bebas Pajak 176
15.5 Program 401(K) Dan Peran Pemberi Kerja Dalam Tabungan Pensiun 176
15.6 Strategi Pengelolaan Dan Penarikan Dana Pensiun Yang Efisien Pajak 178
15.7 Insentif Pajak Terhadap Perilaku Menabung Dan Kesejahteraan Investor 181
15.8 Regulasi, Risiko, Dan Perkembangan Kebijakan Tax Shelters 182
BAB 16 MEMAHAMI IPO 186
16.1 Pengertian, Tujuan, Dan Perkembangan IPO 186
16.2 Alasan Perusahaan Melakukan IPO 189
16.4 Prospektus Dan Keterbukaan Informasi 195
16.5 Peran Underwriter Dan Proses Bookbuilding 200
16.6 Penentuan Harga Saham Dan Fenomena Underpricing 202
16.7 Kinerja Saham Setelah IPO 207
16.8 Risiko, Peluang, Dan Pertimbangan Investor Dalam IPO 210
BAB 17 PASAR SAHAM DAN EKONOMI MAKRO 214
17.1 Hubungan Pasar Saham Dengan Kondisi Ekonomi Makro 214
17.2 Pertumbuhan Ekonomi Dan Aktivitas Perusahaan 214
17.3 Nilai Tukar Dan Pengaruh Ekonomi Global 217
17.4 Siklus Ekonomi Dan Pergerakan Pasar Saham 220
17.5 Menggunakan Informasi Ekonomi Makro Dalam Keputusan Investasi 221
BAB 18 BERINVESTASI DENGAN PERCAYA DIRI 225
18.1 Memahami Kepercayaan Diri Dalam Berinvestasi 225
18.2 Literasi Keuangan Sebagai Fondasi Kepercayaan Diri Investor 226
18.3 Financial Self-Efficacy Dan Keyakinan Terhadap Kemampuan Diri 227
18.4 Psikologi Investor Dan Pengaruhnya Terhadap Keputusan Investasi 229
18.5 Memahami Risiko Dan Ketidakpastian Pasar Saham 232

18.6 Membangun Kepercayaan Diri Untuk Investasi Jangka Panjang 236
DAFTAR PUSTAKA 239



BAB 1
APAKAH BERINVESTASI SUDAH MENDARAH DAGING DALAM DIRI ANDA?

Seperti bidang kehidupan lainnya, pasar saham telah mengalami transformasi berkat teknologi komputer. Siapa sangka, beberapa dekade lalu, bahwa Anda bisa duduk di rumah dan melakukan transaksi saham dengan mengenakan pakaian tidur melalui internet? Tentu saja, investor biasa yang bertransaksi dengan pakaian tidur tidak memiliki kedudukan yang setara dengan para pemain besar di pasar, namun bukan berarti Anda tidak boleh ikut serta. Anda mungkin tidak akan pernah bisa mengalahkan yang terbaik dari yang terbaik, tetapi ada banyak keuntungan yang bisa diraih melalui investasi. Dalam pembelajaran ini, kita akan membangun landasan yang membekali Anda untuk terjun ke pasar, mengevaluasi peluang baru, serta terus belajar mengenai lanskap investasi yang luas dan terus berubah.

1.1 MENAKAR TITIK NOL: ANDA SEORANG PENABUNG ATAU PENANAM MODAL?

Banyak orang merasa sudah berada di jalur yang benar secara finansial hanya karena mereka rutin menyisihkan sisa gaji ke dalam rekening bank setiap bulan. Mentalitas menabung ini telah tertanam sejak kecil melalui filosofi "rajin pangkal pandai, hemat pangkal kaya". Celengan ayam atau tabungan sekolah menjadi simbol pertama kita tentang kebebasan finansial. Namun, dalam lanskap ekonomi modern, sekadar menjadi penabung tidak lagi relevan, bahkan cenderung menjadi strategi yang perlahan-lahan memiskinkan. Di sinilah kita harus menarik garis demarkasi yang tegas antara mentalitas seorang penabung (*saver*) dan seorang penanam modal (*investor*).

Menabung pada dasarnya adalah tindakan defensif. Tujuannya adalah melindungi nominal uang agar tidak habis digunakan untuk konsumsi saat ini. Masalah terbesar dari strategi defensif ini adalah inflasi—pencuri tak kasat mata yang terus menggerogoti daya beli uang Anda dari tahun ke tahun. Uang seratus ribu rupiah hari ini tidak akan bisa membeli barang dengan jumlah yang sama sepuluh tahun ke depan. Ketika Anda hanya menabung, Anda pada dasarnya sedang menerima kekalahan secara perlahan. Uang Anda diam, pasif, dan nilainya terus menyusut.

Sebaliknya, menjadi penanam modal adalah tindakan ofensif dan proaktif. Seorang investor melihat uang bukan sekadar sebagai alat tukar atau sesuatu yang harus ditumpuk, melainkan sebagai "karyawan" yang bisa disuruh bekerja keras selama 24 jam sehari, 7 hari seminggu. Analogi terbaiknya adalah membandingkan uang dengan benih padi. Penabung akan menyimpan benih tersebut di dalam toples rapat-rapat agar tidak dimakan tikus; benih itu aman, tetapi jumlahnya tidak akan pernah bertambah. Sementara itu, seorang investor akan mengambil risiko membawa benih tersebut ke luar, menanamnya di ladang, memupuknya, dan merawatnya. Ada risiko gagal panen karena cuaca atau hama, tetapi jika



dikelola dengan ilmu dan kesabaran, benih tersebut akan berlipat ganda menjadi panen yang melimpah. Membedah titik nol Anda berarti jujur pada diri sendiri: apakah selama ini Anda hanya sibuk mengumpulkan benih di dalam toples, atau Anda sudah mulai menanamnya?

Cara yang Salah dalam Berinvestasi

Namun, ketika seseorang mengambil keputusan untuk mulai "menanam benih" tersebut di pasar modal, banyak yang langsung terperosok ke dalam strategi yang keliru. Mari kita mulai dengan fakta yang mungkin terdengar pesimistis namun krusial:

Jangan buang waktu dan uang Anda untuk mencoba mengalahkan pasar.

Tahun demi tahun, statistik membuktikan bahwa sebagian besar manajer investasi profesional pun tidak mampu menyamai, apalagi melampaui, imbal hasil pasar secara keseluruhan. Yang lebih mengejutkan, manajer yang berhasil mengalahkan pasar pada satu tahun jarang sekali menjadi orang yang sama dengan yang berhasil menang di tahun berikutnya. Kesuksesan tersebut pada akhirnya lebih menyerupai keberuntungan semata daripada sebuah keahlian yang bisa direplikasi.

Ada alasan logis mengapa para profesional di Wall Street sekalipun kesulitan mengalahkan pasar: persaingan yang brutal. Di pasar modal, ribuan investor cerdas dengan kapital besar saling beradu analisis untuk membeli dan menjual saham setiap detiknya. Jika harga sebuah saham terindikasi terlalu tinggi, para penjual akan berbondong-bondong melepasnya hingga harganya tertekan turun. Sebaliknya, jika ada saham yang dinilai terlalu murah, pembeli akan memborongnya dan mendorong harganya kembali naik. Mekanisme efisien ini memastikan bahwa harga saham di pasar biasanya selalu merapat ke titik nilai wajarnya, membuat upaya mencari "saham rahasia yang akan meroket" menjadi misi yang hampir mustahil.

Hal ini dibuktikan secara empiris oleh Profesor Burton Malkiel dari Universitas Princeton yang meneliti kinerja 358 reksa dana saham dalam rentang waktu 1970 hingga 2012. Hasilnya menjadi realitas yang pahit: 266 dari reksa dana tersebut hancur dan sudah tidak beroperasi lagi. Dari 92 reksa dana yang berhasil bertahan, 42 di antaranya hanya mampu memberikan imbal hasil dengan selisih 1% dari imbal hasil pasar. Hanya 18 reksa dana yang benar-benar berhasil mengungguli pasar dengan selisih lebih dari 1%, sementara 32 sisanya justru mencatat kinerja di bawah pasar. Temuan ini memperkuat gagasan bahwa jika harga aset umumnya sudah wajar—tidak terlalu tinggi dan tidak terlalu rendah—maka sangat sulit untuk secara konsisten memetik saham unggulan.

Gagasan bahwa memprediksi saham unggulan secara presisi adalah hal yang mustahil ini dikenal luas sebagai Hipotesis Pasar Efisien (*Efficient Market Hypothesis*). Berbagai literatur penelitian keuangan menunjukkan bahwa pergerakan naik-turun saham murni bersifat acak (*random walk*) dan tidak dapat diprediksi dari hari ke hari.

Banyak orang, terutama investor pemula, tidak sudi mendengar fakta ini. Terdorong oleh keinginan meraih keuntungan dengan cepat, mereka menelan mentah-mentah cerita tentang saham-saham yang harganya meroket tajam. Mereka hidup dalam ilusi bahwa pasti ada rumus ajaib untuk mengetahui saham mana yang akan hijau keesokan harinya. Penolakan ini sangat manusiawi, karena otak kita secara alami diprogram untuk mencari pola dari setiap



kejadian. Keacakan dan ketidakpastian memicu rasa tidak nyaman. Ketika pasar saham naik atau turun secara tak terduga, kita sering kali mengaitkannya dengan narasi abstrak seperti "psikologi pasar". Sayangnya, penjelasan spekulatif semacam itu sama sekali tidak menawarkan kerangka kerja yang aplikatif tentang bagaimana seharusnya kita menanamkan modal.

Langkah pertama yang benar untuk membangun mentalitas investor adalah menanggalkan ego tersebut. Jauh lebih baik kita bersikap jujur kepada diri sendiri dan mengakui bahwa kita tidak memahami—dan tidak akan pernah mampu memprediksi—semua kekuatan tak kasat mata yang menggerakkan pasar. Berinvestasi bukanlah kompetisi menebak masa depan, melainkan cara paling rasional untuk mendisiplinkan uang Anda di tengah ketidakpastian.

1.2 ANATOMI KEBIASAAN FINANSIAL: MENGAPA INVESTASI TERASA BERAT?

Jika secara matematis investasi adalah jalan keluar terbaik untuk melawan inflasi dan membangun kekayaan, mengapa mayoritas orang masih enggan atau kesulitan melakukannya secara konsisten? Jawabannya tidak terletak pada kurangnya modal atau kecerdasan, melainkan pada anatomi dan cara kerja otak manusia itu sendiri. Pendekatan keuangan perilaku (*behavioral finance*) membuktikan bahwa otak manusia secara evolusioner tidak dirancang untuk berinvestasi. Otak reptil kita didesain untuk merespons ancaman secara instan dan memprioritaskan kepuasan langsung demi kelangsungan hidup hari ini. Otak kita tidak berevolusi untuk memproses konsep abstrak seperti merencanakan kesejahteraan finansial untuk dua puluh tahun di masa depan.

Hambatan psikologis pertama adalah masalah penundaan kepuasan (*delayed gratification*). Berinvestasi pada dasarnya adalah tindakan menunda kenikmatan hari ini demi kenyamanan di masa depan. Sangat mudah bagi otak untuk memproses kesenangan dari membeli ponsel baru atau makan malam mewah hari ini, karena aktivitas tersebut langsung memicu pelepasan hormon dopamin. Sebaliknya, menyisihkan jutaan rupiah untuk dibelikan reksa dana atau saham tidak memberikan lonjakan dopamin instan, karena hasilnya baru bisa dinikmati bertahun-tahun kemudian. Otak kita selalu mencari jalan pintas menuju kesenangan, sehingga aktivitas menyisihkan uang untuk investasi sering kali dirasakan oleh sistem saraf sebagai sebuah "hukuman" atau pengurangan standar hidup saat ini.

Hambatan kedua yang membuat investasi gagal mendarah daging adalah bias *loss aversion* atau ketakutan yang berlebihan terhadap kerugian. Secara psikologis, rasa sakit yang dialami manusia ketika kehilangan uang satu juta rupiah terasa dua kali lipat lebih menyakitkan dibandingkan rasa bahagia ketika mendapatkan keuntungan satu juta rupiah. Rasa takut kehilangan modal inilah yang membuat banyak orang merasa lumpuh secara emosional dan memilih bersembunyi di balik instrumen tabungan berbunga rendah. Ketika fluktuasi pasar terjadi dan nilai portofolio memerah, amigdala—yakni pusat rasa takut di otak—akan seketika membajak logika. Pembajakan ini memicu kepanikan buta dan sering kali mendorong seseorang untuk mencairkan investasinya dalam keadaan rugi (*panic selling*). Memahami



anatomi kelemahan otak ini adalah langkah mutlak sebelum kita bisa meretasnya dan menjadikannya mesin kekayaan yang berjalan otomatis.

Ilusi Kendali dan Jebakan Mencari Pola

Selain kesulitan menunda kepuasan dan ketakutan akan kerugian, ada satu lagi kecacatan bawaan dari otak manusia yang membuat proses investasi terasa membingungkan: dorongan obsesif untuk mencari pola di tengah keacakan. Seperti yang telah disebutkan, manusia tidak bisa mentoleransi ketidakpastian. Kita memiliki kecenderungan untuk berupaya menemukan pola kausalitas dalam hampir setiap rangkaian peristiwa. Dalam bukunya yang fenomenal, *Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets*, Nassim Nicholas Taleb berpendapat bahwa cara pandang kita terhadap pasar saham pun telah terdistorsi oleh sifat dasar ini. Secara naluriah, kita berusaha mencari pola-pola pergerakan harga saham, meyakini bahwa riwayat masa lalu bisa memprediksi arah pasar esok hari.

Padahal, menariknya, sebuah perangkat penghasil angka acak (*random number generator*) murni sekalipun dapat digunakan untuk menggambar sebuah grafik yang visualnya tampak sangat menyerupai grafik pergerakan harga saham. Faktanya, harga di sebuah pasar yang kompetitif dan efisien—dengan biaya transaksi yang sangat rendah—seharusnya memang membentuk deret yang acak. Logikanya sederhana: jika suatu pola pergerakan harga benar-benar ada dan bisa diprediksi—misalnya anggapan bahwa "setiap kali harga naik 5%, besok pasti akan terkoreksi turun"—maka para pedagang institusional yang cerdik akan langsung menjual aset mereka begitu harga naik. Tindakan antisipatif masal ini secara otomatis akan mencegah harga untuk naik sesuai pola tersebut sejak awal. Hasil akhir dari pertarungan ribuan spekulan cerdas ini adalah sebuah deret harga saham yang tidak lagi memiliki pola, alias acak dan tidak dapat diprediksi.

Tentu saja, bukan berarti pergerakan harga saham sepenuhnya dan mutlak acak tanpa celah. Terdapat bukti empiris yang menunjukkan bahwa harga saham terkadang melampaui nilai wajarnya secara irasional (*overshoot*), dan ada pula bukti yang menunjukkan bahwa pasar terkadang lambat dalam bereaksi terhadap sebuah berita fundamental baru. Namun, bukti-bukti inefisiensi pasar tersebut terkadang saling bertentangan dan jauh dari kesimpulan yang pasti atau mudah ditebak.

Bagi investor biasa (*retail*), jebakan terbesarnya adalah merasa mampu memanfaatkan celah-celah kecil ini. Jauh lebih bijak bagi kita untuk menyerahkan pertarungan mencari peluang keuntungan jangka pendek tersebut kepada para ahli di bursa Wall Street. Mereka adalah entitas yang memiliki akses langsung terhadap sumber informasi tingkat tinggi, algoritma perdagangan superkomputer, dan waktu 24 jam sehari untuk memanfaatkannya. Terlebih lagi, jika harga sebuah saham memang menyimpang dari nilai wajarnya akibat keterlambatan informasi, penyimpangan tersebut biasanya sangat tipis—hanya berkisar beberapa sen per lembar saham—yang keuntungannya akan langsung habis tergerus biaya transaksi jika dilakukan oleh investor biasa. Otak kita mungkin menginginkan kepastian dari sebuah pola, namun kedewasaan dalam berinvestasi justru diuji dari kemampuan kita untuk menerima keacakan pasar.



1.3 JEBAKAN FOMO DAN SPEKULASI VS. INVESTASI SEJATI

Di era hiperkonektivitas saat ini, investasi sering kali disalahartikan. Berkat media sosial, kita setiap hari dibombardir oleh kisah sukses instan—seseorang yang mendadak membeli mobil mewah karena koin kripto tertentu, atau tangkapan layar keuntungan ratusan persen dari saham yang sedang viral. Kondisi ini memicu fenomena psikologis akut yang dikenal sebagai FOMO (*Fear of Missing Out*). Rasa takut tertinggal dari gerbong kekayaan teman-teman atau *influencer* mendorong banyak orang terjun ke pasar modal tanpa parasut. Mereka merasa sudah berinvestasi, padahal realitasnya mereka sedang berjudi.

Perbedaan antara spekulan dan investor sejati terletak pada motif, kerangka waktu, dan landasan pengambilan keputusan. Seorang spekulan membeli sebuah aset murni karena berharap akan ada orang bodoh lain yang bersedia membelinya di harga yang lebih tinggi esok hari (*greater fool theory*). Mereka digerakkan oleh adrenalin, rumor, sentimen pasar jangka pendek, dan harapan kosong. Ketika pasar berbalik arah, spekulan adalah kelompok pertama yang hancur karena mereka tidak tahu apa yang sebenarnya mereka beli. Ini bukanlah investasi; ini adalah kasino dengan kedok aplikasi keuangan.

Sebaliknya, investasi sejati sering kali terasa sangat membosankan. Warren Buffett pernah berkata bahwa berinvestasi seharusnya lebih mirip dengan melihat cat mengering atau menonton rumput tumbuh. Investor sejati tidak membeli *ticker* saham yang berkedip di layar; mereka membeli kepemilikan bisnis riil yang memiliki fundamental kuat, tata kelola yang baik, dan kemampuan mencetak laba berkelanjutan. Mereka tidak peduli jika pasar saham ditutup selama lima tahun ke depan, karena mereka fokus pada nilai intrinsik jangka panjang, bukan fluktuasi harga harian. Untuk membuat investasi mendarah daging, Anda harus terlebih dahulu membunuh insting berjudi di dalam diri Anda dan menerima kebosanan sebagai teman terbaik dalam membangun kekayaan.

Paradoks Harga: Wajar (Adil) versus Keliru (Benar)

Untuk benar-benar membunuh insting berjudi tersebut, kita harus merombak cara pandang kita terhadap pergerakan harga di pasar. Para spekulan atau pedagang aktif (*active traders*) menghabiskan waktu mereka mencari saham yang "salah harga"—berharap menemukan aset yang terlalu murah (*undervalued*) untuk dijual kembali dengan cepat. Alih-alih melakukan itu, mulailah dengan satu asumsi dasar yang didukung oleh berbagai penelitian akademis:

harga sebuah saham di pasar saat ini hampir selalu berada pada tingkat yang wajar (adil).

Namun, ada sebuah paradoks psikologis di sini. Meskipun suatu harga dianggap wajar pada detik ini, kemungkinan besar harga tersebut sebenarnya keliru memprediksi masa depan. Bahkan, kita hampir bisa memastikan bahwa dalam hitungan hari, jam, atau menit ke depan, harga tersebut akan terbukti keliru karena pergerakannya yang fluktuatif. Bagaimana mungkin sebuah harga bisa dianggap wajar secara keekonomian, namun terbukti keliru secara hasil akhir? Jawabannya terletak pada esensi risiko dan ketidaktahuan kita tentang hari esok.

Mari gunakan analogi permainan melempar koin untuk memahaminya. Peluang koin menunjukkan sisi angka atau gambar adalah 50/50. Jika aturannya adalah saya akan memberi Anda $1 setiap kali koin menunjukkan sisi angka, berapa jumlah uang yang harus Anda



bayarkan kepada saya di awal agar permainan ini menjadi adil bagi kita berdua? Jawabannya adalah 50 sen untuk setiap lemparan. Dalam ratusan kali lemparan (jangka panjang), Anda akan menang setengahnya dan kalah setengahnya; posisi finansial kita berdua pada akhirnya akan impas. Itulah definisi harga yang "adil" (wajar).

Namun, kecuali koin tersebut mendarat dalam posisi berdiri tegak, hasil dari setiap satu kali lemparan tidak akan pernah membuat kita impas. Entah Anda kehilangan modal 50 sen Anda, atau Anda memenangkan untung 50 sen. Artinya, untuk setiap lemparan tunggal, harga 50 sen yang dipatok di awal hampir selalu "keliru" menebak hasil akhirnya. Meski demikian, secara probabilistik, harga permainan itu tetaplah sangat wajar dan adil.

Anda sebaiknya memandang harga saham di bursa dengan kacamata yang sama. Harganya mungkin keliru memprediksi masa depan, tetapi ia selalu merepresentasikan nilai taruhan yang wajar saat itu juga. Terkadang harga saham melonjak terlalu tinggi, di lain waktu tertekan terlalu rendah; hampir tidak pernah ada harga yang benar-benar akurat menebak masa depan. Oleh karena itu, mencoba mengais keuntungan harian dari selisih harga adalah sebuah ilusi.

Ingatlah bahwa pasar adalah arena pertarungan di mana para pesertanya secara kolektif hanya bisa impas. Jika Anda berhasil memilih saham pemenang dan membelinya dari saya dengan harga beberapa sen lebih murah dari nilai aslinya, maka Anda menang dan saya kalah. Namun secara keseluruhan, setelah diakumulasi dan dipotong oleh biaya transaksi serta waktu yang terbuang, kita berdua justru mengalami kerugian bersih. Bertransaksi secara aktif membuat pialang (broker) menjadi kaya, sementara investornya secara kolektif merugi.

Pada akhirnya, para pedagang aktif yang terjebak FOMO sebenarnya murni sedang berjudi dengan harapan penuh ilusi bahwa mereka akan selalu berada di pihak yang menang. Jika Anda bersikeras ingin menjadi pedagang aktif, sadarilah bahwa persaingan di sana sangat brutal dan lawan Anda dibekali dengan sumber daya, informasi, serta teknologi yang jauh lebih canggih. Berinvestasi di pasar dengan orientasi kepemilikan bisnis jangka panjang adalah cara yang masuk akal karena pertumbuhan ekonomi secara keseluruhan berpihak pada Anda. Sebaliknya, berjudi aktif menebak fluktuasi harga adalah pertarungan melawan peluang yang sejak awal sudah merugikan Anda. Tinggalkan permainan yang tidak bisa Anda menangi, dan beralihlah pada strategi investasi yang sejati.

1.4 MEMBANGUN "DNA INVESTOR": TRANSISI DARI PAKSAAN MENJADI INSTING

Tujuan akhir dari bab ini bukan sekadar membuat Anda mulai berinvestasi besok pagi dengan semangat menggebu-gebu, tetapi memastikan bahwa Anda masih berinvestasi sepuluh atau dua puluh tahun dari sekarang tanpa perlu memikirkannya. Agar investasi tidak berakhir seperti resolusi tahun baru yang kandas di bulan Februari, aktivitas ini harus diubah dari sebuah kewajiban yang menguras tekad menjadi insting yang bekerja secara *autopilot*. Membangun "DNA Investor" berarti mengubah struktur kebiasaan (pemicu, rutinitas, dan ganjaran) sekaligus merombak identitas diri Anda secara permanen.

Langkah taktis pertama dan paling krusial adalah membuang mitos "berinvestasi dari sisa uang belanja". Manusia memiliki kecenderungan menghabiskan apa pun yang ada di

depan mata (Hukum Parkinson). Oleh karena itu, investasi harus diposisikan sebagai tagihan pertama yang harus dibayar (*pay yourself first*). Cara terbaik untuk melakukannya adalah melalui otomatisasi finansial. Aktifkan sistem *auto-debet* di rekening gaji Anda, yang secara otomatis memotong dan memindahkan dana ke instrumen investasi pada tanggal gajian, bahkan sebelum Anda sempat melihat uang tersebut. Dengan menghilangkan proses pengambilan keputusan manual setiap bulannya, Anda menghilangkan gesekan psikologis. Investasi terjadi di balik layar, tanpa memerlukan perdebatan batin antara membeli sepatu baru atau membeli reksa dana.

Selanjutnya, transisi ini membutuhkan pergeseran identitas dari "Saya sedang mencoba berinvestasi" menjadi "Saya adalah seorang investor". Identitas baru ini dibangun melalui kemenangan-kemenangan kecil (*small wins*). Tidak perlu memaksakan diri menyisihkan 50% gaji jika itu membuat Anda merasa tercekik. Mulailah dengan 5% atau 10%. Ketika Anda melihat saldo investasi Anda mulai menghasilkan dividen pertama atau bunga majemuk (*compounding interest*) yang mulai bekerja—sekecil apa pun itu—otak akan mencatatnya sebagai sebuah hadiah (*reward*). Seiring berjalannya waktu, melihat aset yang terus bertumbuh akan melepaskan dopamin yang sama kuatnya dengan saat Anda berbelanja barang konsumtif. Pada titik inilah, berinvestasi bukan lagi sesuatu yang Anda lakukan, melainkan siapa diri Anda. Investasi telah resmi mendarah daging.

Memasuki Arena Pasar Modal: Mengelola Ekspektasi dan Ketakutan

Ketika DNA investasi ini mulai terbentuk, tantangan berikutnya adalah keberanian melangkah masuk ke dalam arena. Sebagian besar orang yang telah memahami pentingnya berinvestasi sering kali masih ragu saat harus benar-benar terjun ke pasar saham. Keraguan ini biasanya bersumber dari narasi menakutkan tentang fluktuasi ekstrem; mereka khawatir akan kehilangan segalanya jika terjadi kejatuhan pasar (*market crash*). Kekhawatiran ini sangat wajar. Kejatuhan pasar memang terkadang terjadi dan selalu mendapat porsi sorotan paling dramatis di media massa. Namun, yang jarang diberitakan adalah fakta bahwa miliaran transaksi saham berjalan dengan sangat wajar, efisien, dan menguntungkan setiap harinya. Akibat pemberitaan yang bias sensasi tersebut, tidak mengherankan jika banyak pemula menganggap pasar saham tidak lebih dari sekadar kasino yang melegalkan perjudian.

Kenyataannya, pasar saham memang memiliki risiko, tetapi sama sekali tidak seberisiko yang dibayangkan oleh mereka yang belum memahaminya. Perbedaan fundamentalnya dengan kasino adalah, risiko yang Anda ambil saat berinvestasi di saham tidak hanya membawa peluang acak, tetapi juga harapan matematis akan keuntungan jangka panjang (*expected returns*). Anda tidak sedang bertaruh melawan bandar yang pasti menang; Anda sedang menyuntikkan modal pada roda ekonomi riil. Yang perlu Anda lakukan hanyalah menyesuaikan ekspektasi agar tetap rasional dan berhenti mengharapkan keajaiban instan.

Melalui lembaran-lembaran dalam buku ini, Anda akan diajak menyelami lebih jauh apakah berinvestasi di pasar saham adalah jalan yang benar-benar cocok dan ingin Anda tempuh. Sekalipun nanti Anda menyimpulkan bahwa instrumen ini bukan untuk Anda, wawasan yang Anda dapatkan di sini akan mengubah cara Anda memandang uang selamanya. Kita akan mengeksplorasi secara mendalam hubungan kausalitas antara risiko dan imbal hasil.



Risiko akan selalu menjadi bayangan dari setiap instrumen investasi, namun justru karena keberadaan risiko itulah kita memiliki legitimasi untuk menuntut keuntungan.

Kita juga akan menanamkan satu prinsip emas: tidak ada yang namanya "makan siang gratis" atau imbal hasil raksasa tanpa pengorbanan di dunia finansial. Namun, kita akan mempelajari satu-satunya konsep yang paling mendekati keajaiban makan siang gratis tersebut, yaitu *diversifikasi*. Melalui diversifikasi, kita belajar menyebar risiko tanpa harus mengorbankan seluruh potensi keuntungan.

Lebih dari itu, kita akan menyadari bahwa menabung dan berinvestasi memiliki filosofi yang sama persis dengan menanam pohon, menjalani diet, atau membangun kebiasaan berolahraga: waktu terbaik untuk memulainya adalah lima belas tahun yang lalu, dan hari terbaik kedua adalah hari ini. Alasan paling krusial untuk mulai menanam modal sesegera mungkin adalah karena "waktu" merupakan satu dari tiga mesin utama yang menentukan seberapa besar gunung kekayaan Anda di masa pensiun. Dua mesin lainnya hanyalah jumlah dana yang disetor dan persentase imbal hasil. Tanpa landasan waktu yang panjang, keajaiban bunga majemuk tidak akan pernah memiliki ruang untuk bekerja.

Dalam pembahasan ini, kita tidak akan membohongi diri sendiri dengan janji-janji manis. Alih-alih menyajikan cara fiktif untuk menjadi kaya raya dalam semalam, kita akan merumuskan strategi mencapai kemapanan finansial dengan langkah yang lebih terukur dan santai—sebuah strategi yang memungkinkan Anda tetap tidur nyenyak di malam hari tanpa teror memikirkan pergerakan grafik saham. Tentu saja, kita tidak akan belajar cara ajaib untuk sepenuhnya menghindari kerugian, karena di dunia nyata, investasi yang fundamentalnya paling solid pun bisa memburuk akibat siklus ekonomi. Tujuan utama kita bukanlah menjadi sempurna, melainkan menghindari pilihan-pilihan ceroboh yang, di mata investor rasional, sudah teridentifikasi sebagai ide buruk bahkan sebelum uang dikeluarkan.

Pada akhirnya, materi ini disusun dengan asumsi bahwa jika Anda mulai mempertimbangkan untuk membeli saham, Anda setidaknya telah menempuh langkah awal dalam perencanaan keuangan—yakni memastikan bahwa fondasi keuangan dasar Anda sudah tertata. Namun, jika kondisi dompet Anda saat ini masih berantakan, pemahaman ini tetap akan menjadi peta jalan yang esensial untuk dieksekusi setelah fondasi tersebut rapi. Di akhir nanti, Anda mungkin memutuskan bahwa Anda belum siap untuk berinvestasi, dan itu adalah kesimpulan yang valid. Anda akan merasa jauh lebih tenang karena mengetahui pasti prasyarat apa yang harus dibereskan terlebih dahulu. Sebaliknya, jika Anda merasa siap, Anda akan melangkah dengan persenjataan literasi yang tajam; dan bagi Anda yang sudah terjun sebagai investor, Anda akan memoles ulang insting Anda hingga benar-benar mendarah daging—memahami pasar bukan lagi sekadar dari permukaan, melainkan dari pola pikirnya yang paling dalam.



BAB 2
MEMAHAMI SEKURITAS FUNDAMENTAL

Untuk tujuan pembahasan kita, kita bisa menganggap sebuah perusahaan sebagai kumpulan “aset berharga” (atau dalam istilah sederhana, “barang-barang bernilai”). Beberapa di antaranya bersifat berwujud—sesuatu yang bisa kita sentuh atau tendang, seperti truk atau jagung. Ada pula yang bersifat tidak berwujud, seperti nama merek yang kuat atau paten yang dimiliki perusahaan. Tentu saja, para ekonom menggunakan istilah “aset” alih-alih “barang-barang bernilai”, namun sudut pandang ini bisa sangat berguna bagi kita dalam beberapa hal. Kita juga akan mempelajari bahwa saham merupakan cara untuk melacak siapa pemilik perusahaan dan siapa yang berhak atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan tersebut.

2.1 FILOSOFI DUA SISI MATA UANG: MENJADI PEMILIK BISNIS ATAU PEMBERI PINJAMAN

Sebelum Anda melemparkan sepeser pun uang ke dalam bursa, Anda harus memahami arsitektur dasar dari pasar modal itu sendiri. Secara fundamental, dunia investasi institusional dan ritel dibangun di atas dua pilar utama yang sangat berbeda sifatnya: ekuitas (kepemilikan) dan utang (pinjaman). Kesalahan fatal yang sering dilakukan oleh investor pemula adalah memperlakukan semua instrumen investasi sebagai barang yang sama, murni hanya melihat pergerakan harganya. Padahal, instrumen yang Anda beli menentukan posisi hukum, hierarki risiko, dan hak ekonomi Anda terhadap sebuah perusahaan.

Ketika Anda membeli instrumen ekuitas, yang wujud paling umumnya adalah saham, Anda secara harfiah sedang membeli sebagian kecil dari hak milik atas sebuah bisnis. Anda adalah seorang pemilik (*owner*). Sebagai pemilik, Anda berdiri di garis paling belakang jika terjadi kebangkrutan; Anda adalah pihak terakhir yang mendapatkan sisa aset setelah semua kewajiban dibayar. Posisi ini membawa risiko maksimal. Namun, sebagai kompensasinya, hak Anda atas keuntungan perusahaan tidak memiliki batas atas (*unlimited upside*). Jika laba perusahaan meroket ribuan persen, kekayaan Anda sebagai pemegang saham akan ikut meroket. Anda menyerap risiko terbesar, sehingga Anda berhak atas sisa porsi keuntungan terbesar.

Di sisi lain koin, terdapat instrumen utang atau obligasi (*bonds*). Ketika Anda membeli obligasi yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan atau negara, Anda tidak memiliki bisnis tersebut; Anda menempatkan diri sebagai kreditur atau pemberi pinjaman (*lender*). Sebagai pemberi pinjaman, posisi Anda jauh lebih aman. Secara hukum, perusahaan wajib membayar bunga (kupon) kepada Anda secara berkala, dan mengembalikan uang pokok Anda pada tanggal jatuh tempo, terlepas dari apakah bisnis tersebut sedang untung besar atau nyaris bangkrut. Jika perusahaan hancur dan dilikuidasi, Anda berdiri di barisan depan untuk mendapatkan uang Anda kembali sebelum para pemegang saham. Namun, keamanan ini datang dengan harga: potensi keuntungan Anda dipangkas. Sebesar apa pun laba perusahaan



melonjak, keuntungan Anda dipatok secara kaku pada persentase bunga yang telah disepakati di awal.

Memahami demarkasi filosofis ini adalah langkah fundamental. Keputusan membangun portofolio bukanlah sekadar tentang menebak aset mana yang akan naik, melainkan tentang meracik porsi yang tepat antara seberapa besar Anda ingin menjadi seorang pemilik yang agresif, dan seberapa besar Anda ingin menjadi seorang kreditur yang defensif.

Aturan Pembagian (*Rule of Division*) dan Hak Sisa Nilai

Untuk mengalokasikan kumpulan aset berharga dan keuntungan di dalam suatu perusahaan, sistem ekonomi kita memerlukan sebuah aturan pembagian yang mengikat secara hukum. Saham dan obligasi, pada esensinya, adalah bentuk nyata dari aturan pembagian tersebut. Untuk memahami secara lebih praktis bagaimana hierarki risiko dan pembagian ini bekerja, mari kita gunakan sebuah analogi bisnis skala kecil.

Misalkan Anda menginvestasikan uang pribadi sebesar Rp100.000 untuk memulai bisnis perawatan taman, dan Anda meminjam tambahan modal sebesar Rp100.000 dari teman Anda, Lisa, dengan kesepakatan bunga 5%. Anda menggunakan total dana Rp200.000 ini untuk membeli mesin pemotong rumput dan sebuah truk bekas. Mesin dan truk inilah yang kini menjadi "kumpulan aset" modal Anda.

Setelah satu tahun bekerja keras memotong rumput, bisnis Anda berhasil membukukan pendapatan kotor sebesar Rp1.500.000. Tentu saja, angka ini bukanlah laba bersih. Dari total tersebut, Anda harus memotong berbagai biaya operasional tahunan—katakanlah sebesar Rp1.000.000. Kini, kas tunai bisnis Anda tersisa Rp500.000, ditambah dengan mesin pemotong rumput dan truk yang nilainya kini telah menyusut.

Beberapa orang awam mungkin beranggapan bahwa secara moral, Anda dan Lisa masing-masing berhak mendapatkan separuh dari keuntungan dan aset tersebut karena kontribusi modal awal yang kalian berikan sama besarnya (sama-sama Rp100.000). Namun, realitas hukum investasi tidak bekerja berdasarkan perasaan. Lisa meminjamkan uang kepada Anda; ia bukan mitra bisnis (*partner*). Anda memiliki kewajiban absolut untuk mengembalikan Rp100.000 miliknya ditambah bunga 5%, sehingga totalnya menjadi Rp105.000.

Aturan pembagian yang telah Anda dan Lisa sepakati di awal menetapkan bahwa Lisa akan menerima hak atas Rp105.000 pertama dari kas Anda, dan tidak boleh menuntut satu rupiah pun lebih dari itu. Sebagai pemilik bisnis, Anda tidak berhak menyentuh keuntungan tersebut sampai hak Lisa dibayar lunas. Setelah uang Lisa dikembalikan, barulah Anda berhak atas seluruh sisa kekayaan bisnis tersebut: uang tunai Rp395.000, serta hak milik penuh atas mesin pemotong rumput dan truk bekas. Dalam ilmu ekonomi, Anda disebut sebagai pemegang hak atas sisa nilai (*residual claimholder*). Dengan kata lain, Lisa berperan sebagai pemegang obligasi (kreditur), sedangkan Anda adalah representasi dari pemegang saham (pemilik). Lisa mungkin akan merasa cemburu dengan hasil ini. Bagaimanapun juga, kalian berdua sama-sama mengambil risiko mengeluarkan uang Rp100.000, namun Lisa hanya memperoleh keuntungan kecil sebesar Rp5.000 sebagai bunga, sementara Anda membawa



pulang Rp395.000 beserta aset fisik. Tetapi, itulah letak pertukaran (*trade-off*) dari kesepakatan awal: Lisa menukar potensi keuntungan tanpa batas dengan rasa aman.

Keamanan posisi keuangan Lisa akan sangat terasa ketika kondisi berbalik arah. Bayangkan jika tahun tersebut penuh hujan dan pelanggan sepi, sehingga pendapatan Anda hanya mencapai Rp1.000.000. Setelah dikurangi biaya operasional Rp1.000.000, kas bersih yang tersisa adalah nol. Anda tidak memiliki uang sepeser pun. Namun, kewajiban utang Anda kepada Lisa tidak lantas terhapus oleh kinerja bisnis yang buruk. Kecuali Anda mampu mencari suntikan dana dari pihak luar, Anda akan terpaksa menjual (melikuidasi) mesin dan truk bekas tersebut—kemungkinan besar dengan harga rugi—hanya untuk melunasi hak Rp105.000 milik Lisa. Jika penjualan truk itu hanya laku Rp105.000, seluruh uang itu akan masuk ke kantong Lisa, dan Anda, sebagai sang pemilik, harus pulang dengan tangan kosong dan menanggung seluruh kerugian modal.

Analogi yang menyederhanakan jenis klaim keuangan ini merangkum hukum besi bursa efek. Klaim kepemilikan yang Anda pegang dalam cerita di atas adalah apa yang di bursa disebut sebagai saham biasa (*common stock*). Skala bisnisnya mungkin berbeda—dari bisnis potong rumput hingga korporasi teknologi global—tetapi prinsip aturan pembagiannya tetap abadi: pemberi pinjaman akan selalu dibayar terlebih dahulu di saat krisis, sementara pemegang saham harus puas dibayar paling akhir demi mengejar potensi laba tanpa batas.

2.2 MEMBEDAH SAHAM (EKUITAS): LEBIH DARI SEKADAR SIMBOL TICKER BERKEDIP

Setelah memahami posisi Anda sebagai pemilik, kita perlu mendekonstruksi wujud nyata dari saham itu sendiri. Di era perdagangan digital, sangat mudah untuk terhipnotis oleh layar aplikasi dan menganggap saham hanyalah deretan tiga atau empat huruf (*ticker symbol*) yang berkedip merah dan hijau. Ilusi digital ini menjauhkan investor dari realitas fundamental bahwa selembar saham adalah sertifikat kepemilikan atas sebuah mesin pencetak uang berwujud nyata—sebuah entitas yang memiliki pabrik, karyawan, rantai pasok, produk, dan pelanggan.

Sebagai sekuritas fundamental, nilai dari selembar saham didorong oleh dua mesin utama: pertumbuhan modal (*capital gain*) dan pembagian dividen. *Capital gain* terjadi ketika nilai intrinsik perusahaan membesar. Jika Anda membeli sebagian kepemilikan dari sebuah bank yang tahun ini memiliki seratus cabang, lalu sepuluh tahun kemudian bank tersebut berekspansi menjadi seribu cabang dengan laba yang berlipat ganda, maka secara logis nilai porsi kepemilikan Anda akan ikut melonjak. Harga saham di bursa, meskipun dalam jangka pendek sering kali bertindak irasional dan acak seperti yang kita bahas di Bab 1, pada akhirnya dalam jangka panjang akan bertindak sebagai mesin timbangan yang secara akurat merefleksikan fundamental bisnis tersebut.

Mesin kedua adalah dividen. Perusahaan yang telah mencapai tahap kedewasaan (matang) dan mencetak laba bersih yang konsisten sering kali memiliki sisa uang tunai yang lebih besar daripada yang bisa mereka investasikan kembali untuk ekspansi. Laba bersih yang tidak ditahan ini kemudian dibagikan secara proporsional kepada Anda sebagai pemilik sah. Dividen adalah bukti fisik paling nyata bahwa Anda tidak sedang bermain angka fiktif di layar

komputer, melainkan sedang menerima bagi hasil dari sebuah bisnis yang beroperasi di dunia nyata.

Warren Buffett, salah satu penganut fundamentalis paling ekstrem, selalu menekankan bahwa ketika ia membeli saham, ia berasumsi bahwa bursa akan ditutup keesokan harinya dan tidak akan dibuka lagi selama lima tahun. Pola pikir ini memaksa Anda untuk tidak memedulikan fluktuasi harga kuotasi harian, dan murni fokus pada pertanyaan: "Apakah saya ingin menjadi pemilik bisnis ini dan menikmati labanya selama bertahun-tahun?" Itulah esensi sejati dari berinvestasi pada sekuritas ekuitas.

Dinamika Perubahan Risiko dalam Entitas Bisnis

Namun, menjadi pemilik bisnis berarti Anda harus siap menghadapi realitas bahwa nilai fundamental saham tidaklah statis. Seiring berjalannya roda operasional suatu perusahaan—entah itu memproduksi mobil, merakit gawai, atau menawarkan jasa pemotongan rumput—aset-aset di dalam korporasi tersebut akan terus bekerja. Terkadang proses ini mencetak keuntungan bersih, namun di saat ekonomi lesu, operasional tersebut justru bisa mendatangkan kerugian. Dinamika ini secara langsung akan menambah atau menggerus total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Di sinilah letak keunikan sekuritas ekuitas: saham adalah instrumen penyerap kejutan (*shock absorber*) utama yang mengubah peta risiko, tidak hanya bagi Anda sebagai pemilik, tetapi juga bagi para pemberi pinjaman.

Meskipun ukuran aset perusahaan membesar atau menyusut seiring waktu, aturan pembagian (*rule of division*) yang kita bahas sebelumnya mengikat secara absolut. Pemegang obligasi selalu dibayar lebih dulu, dan pemegang saham harus puas menelan sisa akhirnya. Jika perusahaan merugi secara beruntun, aset yang menjadi jaminan atas pinjaman kreditur akan ikut menyusut, membuat posisi utang menjadi berisiko tinggi. Namun sebaliknya, ketika perusahaan terus mencetak laba dan asetnya membengkak, pihak kreditur tidak akan menuntut atau mendapatkan bagian keuntungan yang lebih besar. Mereka akan tetap menerima pembayaran kupon tetap yang sama. Seluruh nilai tambah dari lonjakan aset tersebut menjadi hak eksklusif Anda sebagai pemilik saham.

Mari kita perluas analogi bisnis perawatan taman sebelumnya untuk melihat bagaimana risiko ini berevolusi. Misalkan, alih-alih memberikan pinjaman berdurasi satu tahun, Lisa kini membeli obligasi berjangka lima tahun dari perusahaan Anda. Kesepakatannya menetapkan bahwa Lisa akan menerima imbal hasil tetap 5% per tahun dari modal Rp100.000, dan akan mendapatkan kembali uang pokoknya saat obligasi jatuh tempo di akhir tahun kelima.

Katakanlah selama empat tahun pertama, bisnis Anda sukses luar biasa dan meraup total laba bersih sebesar Rp1.000.000. Alih-alih membagikannya, perusahaan menggunakan seluruh dana tersebut untuk membeli lebih banyak mesin pemotong rumput dan armada truk. Perusahaan Anda kini bertransformasi menjadi raksasa dibandingkan saat pertama kali berdiri. Aset bisnis berlipat ganda secara masif, namun liabilitas utang Anda kepada Lisa tetap terkunci di angka Rp100.000.

Lalu, tibalah tahun kelima. Kondisi makroekonomi memburuk dan perusahaan sama sekali tidak mencetak keuntungan. Apakah Lisa kehilangan uangnya? Tentu tidak. Lisa akan



tetap mendapatkan pembayaran bunga dan pokoknya dengan sangat mudah. Mengapa? Karena laba yang ditahan selama empat tahun sebelumnya telah menciptakan bantalan aset (*asset cushion*) yang sangat tebal bagi perusahaan. Meskipun tidak ada laba di tahun tersebut, mesin dan truk yang terkumpul bernilai jauh melampaui utang Rp100.000 milik Lisa.

Ilustrasi ini mendemonstrasikan bagaimana berjalannya waktu dan fluktuasi laba secara radikal mengubah rasio utang (*debt ratio*) sebuah korporasi—yakni persentase perbandingan antara total utang dengan total asetnya. Ketika Anda membeli saham dari perusahaan yang sukses memutar labanya, perusahaan tersebut sedang membangun benteng aset yang tebal. Hal ini secara bertahap menurunkan tingkat risiko kegagalan bayar dari utang perusahaan tersebut. Sebaliknya, jika perusahaan terus menderita kerugian yang menggerus modal, rasio utangnya akan melonjak tajam, memicu lonjakan risiko bagi para pemegang obligasi. Memahami saham secara fundamental berarti menyadari bahwa sebagai pemilik, Anda menanggung risiko terdepan dari fluktuasi ini: kekayaan Anda adalah tameng pertama yang akan hancur jika aset menyusut, namun juga wadah pertama yang akan meluap jika aset tersebut terus membesar.

2.3 SURAT UTANG (OBLIGASI): JANGKAR STABILITAS DI TENGAH BADAI PASAR

Jika saham adalah layar kapal yang menangkap angin kencang untuk mendorong kekayaan Anda melaju cepat, maka obligasi adalah jangkar berat yang menjaga kapal tersebut agar tidak terbalik saat badai menghantam. Saham memang menawarkan pertumbuhan yang spektakuler, namun volatilitasnya bisa menghancurkan psikologis investor yang tidak siap. Di sinilah instrumen pendapatan tetap (*fixed income*) mengambil peran krusial dalam sebuah portofolio.

Secara mekanis, obligasi beroperasi dengan tiga variabel absolut: Nilai Pokok (*Face Value/Principal*), Tingkat Kupon (*Coupon Rate*), dan Tanggal Jatuh Tempo (*Maturity Date*). Misalnya, Anda membeli obligasi negara senilai Rp100 juta dengan kupon tetap 6% per tahun dan tenor 10 tahun. Ini adalah kontrak matematis yang pasti. Selama negara tersebut tidak gagal bayar (*default*), Anda dijamin akan menerima aliran kas pasif sebesar Rp6 juta setiap tahunnya, dan di akhir tahun kesepuluh, uang pokok Rp100 juta Anda akan dikembalikan utuh. Stabilitas matematis inilah yang membuat obligasi sangat berharga. Ketika krisis ekonomi terjadi—pasar saham anjlok 30%, inflasi melonjak, dan kepanikan melanda—harga obligasi berkualitas tinggi biasanya justru menguat atau setidaknya tetap stabil. Aliran kas dari kupon obligasi terus mengalir secara reguler, memberikan Anda "oksigen" likuiditas. Bagi seorang investor cerdas, dana dari pembayaran kupon obligasi ini sering kali digunakan sebagai amunisi tunai untuk memborong saham-saham berfundamental hebat yang harganya sedang terdiskon parah akibat kepanikan pasar.

Tanpa pemahaman yang solid tentang instrumen utang, seorang investor akan cenderung memiliki portofolio yang terlalu agresif (100% saham). Ketika pasar beruang (*bear market*) tiba, ketiadaan "jangkar stabilitas" ini sering kali memicu kepanikan emosional, berujung pada likuidasi portofolio di titik harga terendah. Obligasi mungkin tidak akan

membuat Anda kaya raya dalam semalam, tetapi ia memastikan Anda tetap bertahan hidup di pasar modal cukup lama hingga keajaiban bunga majemuk berpihak pada Anda.

Dinamika Penggalangan Dana: Mengundang Pemilik Baru vs. Menambah Utang

Dari kacamata perusahaan, obligasi dan saham adalah dua sisi mata uang dalam hal pendanaan. Ketika sebuah bisnis ingin berekspansi, mereka dihadapkan pada pilihan: meminjam uang (menambah obligasi/utang) atau menggalang dana dengan mengundang investor baru (menerbitkan saham baru). Mari kembali ke analogi bisnis perawatan taman Anda.

Terkadang, alih-alih meminjam lebih banyak uang dari Lisa (kreditur) yang akan menambah beban bunga bulanan, Anda memilih opsi kedua. Misalkan teman Anda yang lain, Karl, melihat potensi bisnis Anda dan ingin bergabung. Anda setuju untuk menjual 20% kepemilikan bisnis tersebut kepadanya seharga Rp500.000. Untuk mengakomodasi ini, perusahaan Anda secara resmi "menerbitkan saham baru" untuk Karl. Kini, kumpulan aset kas perusahaan Anda bertambah drastis dengan suntikan uang tunai Rp500.000 tersebut.

Bagi pengamat awam, masuknya investor baru ini sering dianggap sebagai hal yang sepenuhnya positif karena perusahaan kini memiliki modal lebih besar. Namun, perhatikan apa yang terjadi pada *aturan pembagian* yang kita bahas sebelumnya. Di satu sisi, Lisa tetap menjadi pihak pertama yang harus dibayar. Namun di sisi lain, Anda tidak lagi memiliki 100% dari sisa keuntungan perusahaan. Keuntungan yang menjadi hak sisa nilai (*residual claim*) kini harus dibagi bersama Karl. Inilah yang disebut efek dilusi (penurunan persentase kepemilikan). Saham yang Anda dan Karl miliki dalam contoh ini dikenal sebagai ekuitas swasta (*private equity*), karena dinegosiasikan secara tertutup tanpa melibatkan masyarakat umum. Namun secara konseptual, ini persis sama dengan apa yang dilakukan korporasi raksasa saat mereka melakukan IPO (*Initial Public Offering*) atau menerbitkan saham baru di bursa senilai jutaan dolar.

Ada pelajaran penting tentang valuasi dalam transaksi dengan Karl ini. Ketika Karl bersedia membayar Rp500.000 hanya untuk 20% porsi perusahaan, Anda berdua secara matematis telah menetapkan nilai keseluruhan (*valuasi*) perusahaan tersebut di angka Rp2.500.000 (karena Rp500.000 adalah 20% dari Rp2,5 juta). Nilai ini melampaui aset fisik berupa mesin pemotong rumput dan truk yang mungkin hanya bernilai Rp1.000.000. Selisih nilai tersebut merepresentasikan "aset tak berwujud" (*intangible assets*), seperti basis pelanggan yang setia, merek yang mulai dikenal, dan reputasi layanan yang baik.

Pasar Primer vs. Pasar Sekunder, serta Hak Kendali

Namun, bagaimana jika perusahaan sebenarnya tidak membutuhkan suntikan dana baru, tetapi Karl sangat ingin memiliki bisnis tersebut dan Anda butuh uang tunai pribadi? Dalam skenario ini, perusahaan tidak menerbitkan saham baru. Sebaliknya, Anda menjual sebagian dari *saham milik Anda sendiri* kepada Karl. Karl mentransfer uang Rp500.000 langsung ke rekening pribadi Anda (bukan rekening perusahaan), dan sebagai gantinya, Anda menyerahkan seperempat (25%) porsi perusahaan kepadanya.

Mengapa Karl kini mendapatkan 25%, bukan 20% seperti skenario pertama? Jawabannya terletak pada ke mana aliran uang itu pergi. Karena uang tersebut masuk ke



kantong pribadi Anda, perusahaan tidak menerima suntikan modal baru. Valuasi aset perusahaan tetap tertahan di angka Rp2.000.000. Karena nilai perusahaan tetap Rp2.000.000, maka uang Rp500.000 yang dibayarkan Karl setara dengan porsi 25% (Rp500.000 dibagi Rp2.000.000). Transaksi semacam inilah yang mendasari aktivitas jual-beli saham harian di bursa efek, yang dikenal sebagai transaksi *Pasar Sekunder*. Saat Anda membeli saham di aplikasi ponsel Anda, uang Anda tidak masuk ke kas perusahaan, melainkan ke kantong investor lain yang menjual sahamnya.

Sebagai pemilik, Anda juga tidak harus selalu menjual porsi perusahaan untuk menikmati hasil jerih payah Anda. Jika operasional perusahaan menghasilkan kelebihan uang tunai—katakanlah sebesar Rp10.000—dan tidak ada rencana ekspansi dalam waktu dekat, Anda dapat menarik dana tersebut. Pembagian kas dari laba perusahaan kepada para pemilik inilah yang disebut **dividen tunai**. Jika Karl memiliki 25% (misalnya 250 lembar dari total 1.000 lembar saham), maka perusahaan membagikan dividen Rp10 per lembar saham. Karl mengantongi Rp2.500, dan Anda menerima Rp7.500. Tentu saja, dividen ini tidak wajib; perusahaan bisa menghentikan pembagiannya kapan saja jika mereka sedang merugi atau butuh uang untuk bertahan hidup.

Terkadang, dividen tidak dibagikan dalam bentuk uang tunai, melainkan saham. Ini disebut dividen saham (*stock dividend*). Misalnya, untuk setiap 20 lembar saham yang dimiliki, investor diberi 1 lembar tambahan. Penerbitan ini sama sekali tidak mengubah ukuran atau nilai riil perusahaan, melainkan hanya memecah kue yang sama menjadi potongan yang lebih kecil. Jika awalnya Anda memiliki 20 lembar senilai Rp210 per lembar, Anda kini memiliki 21 lembar senilai Rp200 per lembar (total nilainya tetap Rp4.200). Jika pemecahannya sangat masif, misalnya rasio 1 banding 1, aksi korporasi ini lebih dikenal sebagai pemecahan saham (*stock split*).

Pada akhirnya, perbedaan paling absolut antara instrumen ekuitas (saham) dan utang (obligasi) bermuara pada satu kata: **Kendali**. Selama perusahaan mampu membayar cicilan utangnya kepada para pemegang obligasi, kreditur tidak berhak mendikte cara bisnis dijalankan. Kendali penuh untuk memutuskan strategi masa depan, memilih direktur, hingga kebijakan membagikan dividen, secara eksklusif berada di tangan Anda dan para pemegang saham lainnya. Menjadi investor saham berarti membeli hak suara atas masa depan sebuah entitas ekonomi.

2.4 REKSA DANA DAN ETF (EXCHANGE TRADED FUND): DEMOKRATISASI AKSES DAN KEAJAIBAN DIVERSIFIKASI

Memahami saham dan obligasi secara teori adalah satu hal, tetapi mengeksekusinya di dunia nyata menghadirkan masalah logistik yang besar bagi investor individu. Mengingat masa depan penuh dengan ketidakpastian, menaruh seluruh tabungan hidup Anda hanya pada satu atau dua saham perusahaan adalah tindakan bunuh diri finansial yang ceroboh. Teori portofolio modern mewajibkan adanya diversifikasi—menyebar telur ke banyak keranjang. Namun, bagaimana mungkin seorang investor dengan modal Rp5 juta per bulan bisa membeli 500 saham perusahaan berbeda sekaligus untuk mencapai diversifikasi yang ideal?



Solusi fundamental untuk masalah inilah yang melahirkan inovasi finansial terbesar di abad ke-20: Reksa Dana (*Mutual Funds*) dan *Exchange Traded Fund* (ETF). Ini adalah kendaraan investasi (*investment vehicles*). Bayangkan instrumen ini sebagai sebuah keranjang raksasa. Manajer investasi mengumpulkan uang dari puluhan ribu investor ritel seperti Anda. Uang patungan yang menggunung tersebut kemudian digunakan untuk memborong ratusan bahkan ribuan saham dan obligasi secara sekaligus. Ketika Anda menyetor modal, Anda tidak membeli saham secara individual, melainkan membeli selembar "unit penyertaan" yang merepresentasikan kepemilikan fraksional dari seluruh keranjang raksasa tersebut.

Keberadaan Reksa Dana dan ETF menjadi instrumen sekuritas yang paling fundamental bagi masyarakat luas karena mendemokratisasi akses menuju kekayaan. Secara khusus, kemunculan Reksa Dana Indeks (*Index Funds*) dan ETF Pasif telah merevolusi cara manusia berinvestasi. Daripada membayar biaya mahal kepada analis untuk menebak saham mana yang akan menang (yang telah kita buktikan mustahil di Bab 1), ETF Indeks memungkinkan Anda membeli seluruh saham di dalam bursa secara proporsional.

Jika Anda membeli ETF Indeks S&P 500 atau LQ45, Anda pada dasarnya bertaruh pada kemajuan peradaban dan pertumbuhan ekonomi makro secara keseluruhan, bukan pada nasib satu perusahaan secara spesifik. Instrumen ini menyapu bersih risiko spesifik perusahaan (misalnya, risiko CEO yang korup atau pabrik yang terbakar) dan hanya menyisakan risiko pasar secara umum. Dengan biaya pengelolaan yang nyaris gratis dan kemudahan transaksi semudah menekan tombol beli di layar ponsel, ETF telah menjadi fondasi batu bata (sekuritas) yang paling rasional, murah, dan efisien bagi siapa saja yang ingin mulai membangun DNA Investasi jangka panjangnya secara otomatis.

Korporasi sebagai "Kantong Berisi Aset" dan Batas Tanggung Jawab

Untuk mengapresiasi mengapa sistem ETF ini sangat aman secara hukum, kita harus kembali melihat anatomi entitas yang sahamnya kita beli di dalam ETF tersebut: Korporasi (*Corporation/Perseroan Terbatas*). Akan lebih mudah untuk mengimajinasikan sebuah korporasi sebagai sebuah "kantong besar yang berisi berbagai aset", sementara instrumen saham dan obligasi murni berfungsi sebagai aturan pembagian (*rule of division*) yang menentukan siapa saja yang berhak atas isi kantong tersebut.

Tentu saja, di mata hukum tata negara, konsep korporasi jauh lebih dalam dari sekadar kantong aset. Korporasi adalah entitas fiktif yang dibentuk berdasarkan wewenang hukum, yang seolah-olah memiliki hak dan nyawa layaknya manusia. Ia memiliki hak dan tanggung jawab finansial yang terpisah secara absolut dari para manusia (pemegang saham) yang memilikinya. Usia sebuah korporasi bisa bertahan melintasi abad, terlepas dari fakta bahwa individu pendiri atau anggota dewan direksinya telah silih berganti.

Mengapa sistem ekonomi kita perlu menciptakan "entitas fiktif" bernama korporasi ini? Jawabannya bermuara pada perlindungan risiko yang disebut Tanggung Jawab Terbatas (*Limited Liability*). Mari bandingkan dengan bentuk bisnis kepemilikan perseorangan (*sole proprietorship*), yaitu bisnis yang dijalankan secara pribadi dan belum berbadan hukum korporasi (seperti toko kelontong atau usaha potong rumput milik pribadi). Jika usaha potong rumput Anda tiba-tiba bangkrut karena dituntut miliaran rupiah oleh pelanggan yang terluka

akibat mesin Anda, dan aset bisnis Anda tidak cukup untuk membayar tuntutan tersebut, maka pengadilan berhak menyita rumah pribadi, mobil, dan tabungan pribadi Anda. Anda menanggung risiko tak terbatas.

Gagasan di balik penciptaan korporasi (Tanggung Jawab Terbatas) adalah kesadaran bahwa memulai sebuah bisnis inovatif berskala besar sudah sangat berisiko. Jika wirausahawan (atau investor yang menyuntikkan modal) diwajibkan mempertaruhkan seluruh harta pribadi mereka untuk setiap kegagalan bisnis, peradaban manusia tidak akan pernah berani membangun rel kereta api, pabrik baja, atau perusahaan farmasi. Karena berstatus perseroan terbatas, kerugian maksimal yang bisa Anda derita saat membeli saham (atau ETF yang berisi ribuan saham) hanyalah sebatas uang yang Anda setorkan ke dalam saham tersebut. Harta pribadi Anda di rumah tidak akan pernah bisa disentuh oleh kreditur perusahaan.

Pemisahan Aset dari Pengelola

Alasan krusial lainnya untuk selalu menganggap korporasi sebagai "wadah berisi berbagai aset" yang terpisah dari pemiliknya adalah agar kita sebagai investor memiliki perspektif yang jernih. Perspektif ini membantu kita agar tidak mencampuradukkan antara manajer (CEO atau Direktur) yang mengendalikan aset tersebut dengan entitas aset itu sendiri.

Sejarah pasar modal penuh dengan contoh ekstrem. Anda mungkin pernah mendengar nama Bernie Madoff, tokoh yang mendirikan dan memimpin firma sekuritas *Bernard L. Madoff Investment Securities LLC*. Madoff memang mengaku bersalah karena telah merancang skema Ponzi dan menipu ribuan investor dengan nilai kerugian puluhan miliar dolar. Madoff sebagai individu adalah penjahatnya, namun wadah korporasi itu sendiri secara esensial hanyalah instrumen netral—kantong aset yang disalahgunakan pengelolanya. Memisahkan antara "kantong" dan "tangan yang mengaduk isi kantong" adalah fundamental penting dalam menganalisis risiko bisnis.

Konsep "kantong aset" yang terpisah ini juga sering kali disalahpahami dalam dibuku publik, terutama menyangkut perpajakan. Terkadang, para politisi populis berpidato berapi-api menyatakan bahwa mereka ingin menaikkan pajak korporasi raksasa agar mereka "membayar bagian yang adil", dengan dalih agar beban pajak warga negara (individu) bisa diringankan. Secara ekonomi, narasi ini adalah ilusi.

Ingatlah aturan pembagian kita: korporasi pada akhirnya hanyalah wadah. Uang di dalamnya adalah milik manusia (pemegang saham, karyawan, dan pelanggan). Jika pemerintah mengenakan pajak tambahan sebesar Rp10 miliar terhadap korporasi pembuat sabun, uang tersebut tidak muncul dari ruang hampa. Korporasi tersebut akan merespons dengan cara menaikkan harga sabun yang Anda beli (beban jatuh ke pelanggan), memotong bonus karyawan (beban jatuh ke pekerja), atau mengurangi dividen yang seharusnya Anda terima dari ETF Anda (beban jatuh ke pemilik). Pada akhirnya, mewajibkan korporasi untuk membayar pajak yang lebih besar pada dasarnya hanyalah cara tidak langsung untuk membuat dompet individu Anda membayar pajak lebih besar. Segala hal dalam sekuritas korporasi selalu mengalir kembali kepada manusia di belakangnya.



BAB 3
APA ITU PASAR SAHAM?

3.1 METAFORA PASAR TRADISIONAL DAN ILUSI KERUMITAN

Pada pembahasan sebelumnya, kita telah menguliti anatomi sekuritas dasar. Kita kini memahami bahwa saham dan obligasi pada esensinya hanyalah instrumen hukum—aturan pembagian—untuk berbagi klaim atas aset yang dimiliki oleh suatu entitas bisnis serta arus kas yang dihasilkannya. Namun, klaim kepemilikan tersebut akan menjadi aset yang mati jika tidak ada wadah untuk menukarkannya. Di sinilah kita memasuki pembahasan tentang pasar saham—sebuah institusi raksasa yang memungkinkan orang-orang seperti kita untuk membeli dan menjual sekuritas tersebut.

Bagi orang awam, bursa saham sering kali dibayangkan sebagai sebuah entitas yang sangat rumit, penuh dengan layar berkedip, angka-angka kriptik, dan jargon finansial kelas tinggi. Namun, jika kita mengupas lapisan teknologi mutakhir yang menyelimutinya, kita akan kembali pada definisi paling purba di dalam kamus: pasar pada dasarnya hanyalah "pertemuan orang-orang untuk tujuan perdagangan". Prinsip dasar dari pasar saham sebenarnya sangat sederhana, di mana dua orang atau lebih berkumpul—baik secara fisik maupun berjejaring melalui sambungan komputer—untuk mencoba mencapai sebuah kesepakatan.

Untuk mendemistifikasi kerumitan ini, kita bisa membandingkannya dengan pasar yang kita temui sehari-hari. Pasar untuk properti (rumah), misalnya, sangat berbeda secara struktur dengan pasar bahan makanan yang menjual apel. Apel di rak toko mungkin sedikit bervariasi dalam hal kualitas atau ukuran, tetapi secara umum apel-apel tersebut bisa dikatakan hampir serupa (homogen). Sebaliknya, properti memiliki tingkat keragaman yang ekstrem; tidak ada dua rumah yang identik karena perbedaan lokasi, ukuran, dan usia bangunan. Perbedaan sifat barang inilah yang memengaruhi cara pasar beroperasi.

Pasar saham beroperasi menyerupai pasar apel, bukan pasar rumah. Lembaran saham dari sebuah kelas pada perusahaan tertentu bersifat identik; satu lot saham Bank BCA milik Anda memiliki nilai dan hak yang sama persis dengan satu lot saham Bank BCA milik investor lain. Bedanya, "barang" yang diperjualbelikan bukanlah buah atau wujud fisik lainnya, melainkan sertifikat elektronik yang merepresentasikan kepemilikan atas mesin pencetak uang (korporasi). Keseragaman barang dagangan inilah yang memungkinkan bursa saham berevolusi menjadi sebuah jaringan keuangan dengan efisiensi tingkat tinggi.

Karakteristik Pasar yang Berfungsi dengan Baik (*Well-Functioning Market*)

Bursa saham modern adalah perwujudan paling ideal dari apa yang oleh para ekonom disebut sebagai pasar yang berfungsi dengan baik. Pasar semacam ini tidak tercipta secara kebetulan, melainkan ditopang oleh beberapa pilar karakteristik utama. Pilar pertama adalah **persaingan yang sempurna**. Di bursa saham, jika Anda seorang penjual, Anda mendambakan banyak calon pembeli; sebaliknya, jika Anda seorang pembeli, Anda menginginkan banyak calon penjual. Bursa saham mempertemukan jutaan pembeli dan penjual sekaligus secara



real-time. Dalam ilmu ekonomi, tidak ada hal yang lebih tangguh dalam melindungi hak dan nilai konsumen selain persaingan terbuka yang begitu masif.

Pilar kedua adalah volume perdagangan yang tinggi, yang secara langsung melahirkan **likuiditas**. Bayangkan jika Anda memiliki 1% saham di sebuah restoran lokal yang bernilai Rp100 juta, namun tidak ada pasar saham. Ketika Anda butuh uang untuk biaya rumah sakit, Anda harus berkeliling kota, memasang iklan, dan bernegosiasi selama berminggu-minggu untuk menemukan seseorang yang mau membeli porsi Anda—sering kali memaksa Anda menjual di bawah harga wajar. Di pasar saham, konsep likuiditas mengacu pada kemampuan Anda untuk menemukan pihak lawan dan mencapai kesepakatan tanpa harus menjual terlalu murah atau membeli terlalu mahal. Karena volume transaksi yang terjadi setiap hari sangat tinggi, satu transaksi tambahan (pesanan Anda) tidak akan memengaruhi atau mengguncang harga ke arah mana pun. Hal ini secara signifikan meminimalisir kemungkinan seseorang untuk dicurangi oleh fluktuasi harga sesaat.

Pilar ketiga adalah **keyakinan dan penegakan hukum**. Sebuah pasar yang berfungsi dengan baik menuntut kedua belah pihak untuk memiliki keyakinan mutlak terhadap ketentuan kesepakatan. Dalam ekosistem pasar saham, kontrak perdagangan diawasi dan ditegakkan secara ketat oleh hukum serta otoritas negara. Barang atau jasa (dalam hal ini, sekuritas dan laporan keuangan perusahaan) harus akurat dan sesuai dengan apa yang "diiklankan" kepada publik. Setiap pelanggaran, penipuan data, atau kegagalan memenuhi jaminan akan berhadapan dengan sanksi perdata maupun pidana. Rasa aman inilah yang memungkinkan triliunan rupiah berpindah tangan hanya melalui klik di layar ponsel tanpa para pelakunya perlu saling mengenal.

Pilar terakhir yang menyempurnakan institusi pasar saham adalah **biaya transaksi yang sangat rendah**. Mari kembali pada perbandingan dengan pasar rumah: komisi untuk satu agen properti bisa menyita puluhan ribu dolar atau ratusan juta rupiah dari nilai kesepakatan. Mengingat kerumitan pemeriksaan dokumen dan negosiasi yang terlibat, komisi sebesar itu mungkin sudah merupakan angka terendah yang memungkinkan. Namun di pasar saham, berkat standardisasi sekuritas dan teknologi jaringan, biaya perantara (komisi broker) telah ditekan hingga ke level yang nyaris tidak terasa. Gabungan dari biaya transaksi yang mendekati nol, likuiditas absolut, perlindungan hukum, dan persaingan ketat inilah yang menjadikan pasar saham sebagai arena yang tidak perlu ditakuti, melainkan dimanfaatkan secara cerdas.

3.2 MEMBEDAH GARIS BATAS PASAR PRIMER DAN SEKUNDER

Untuk benar-benar memahami cara kerja pasar saham, kita harus menarik garis demarkasi yang tegas antara dua arena utama yang beroperasi di dalamnya: Pasar Primer (*Primary Market*) dan Pasar Sekunder (*Secondary Market*). Kesalahpahaman terbesar dari mayoritas masyarakat adalah menganggap bahwa setiap kali mereka membeli saham di aplikasi ponsel, uang tersebut masuk ke kas perusahaan untuk membangun pabrik atau menggaji karyawan. Realitasnya tidak demikian.

Pasar Primer adalah panggung terjadinya apa yang disebut sebagai Penawaran Saham Perdana atau *Initial Public Offering* (IPO). Inilah satu-satunya momen di mana uang dari



dompet investor benar-benar mengalir masuk ke dalam brankas perusahaan. Ketika sebuah korporasi swasta memutuskan untuk "go public" dan membutuhkan dana masif untuk berekspansi, mereka menerbitkan lembaran saham baru dan menawarkannya langsung kepada publik untuk pertama kalinya. Transaksi di pasar primer ini mirip dengan Anda membeli mobil baru langsung dari pabrik atau dealer resmi; uang yang Anda bayarkan langsung diterima oleh sang produsen mobil.

Namun, setelah masa IPO selesai dan saham tersebut mulai didaftarkan (*listed*) di papan bursa efek (seperti Bursa Efek Indonesia atau New York Stock Exchange), saham itu memasuki ranah Pasar Sekunder. Transaksi di pasar sekunder murni merupakan ajang jual-beli antar-investor. Perusahaan yang sahamnya diperjualbelikan sama sekali tidak terlibat dan tidak menerima sepeser pun dari transaksi harian ini. Jika Anda membeli saham Bank BCA atau Telkom hari ini melalui broker Anda, uang Anda tidak pergi ke kantor pusat BCA atau Telkom. Uang Anda ditransfer kepada investor lain yang kebetulan memutuskan untuk menjual saham miliknya pada detik tersebut. Perusahaan hanya bertindak sebagai penonton pasif yang mencatat perubahan nama pemilik di buku daftar pemegang saham mereka. Memahami bahwa 99% aktivitas bursa saham berputar di pasar sekunder akan menyadarkan Anda bahwa bursa, pada intinya, adalah sebuah arena pertukaran kekayaan (*wealth transfer*) raksasa antar-sesama pelaku pasar.

Masalah Informasi (*Information Asymmetry*) dan Sindrom Mobil Bekas

Kembali ke analogi sebelumnya: jika pasar primer adalah dealer mobil baru, maka pasar sekunder adalah bursa mobil bekas. Menyadari realitas ini membawa kita pada sebuah tantangan fundamental dalam ilmu ekonomi yang disebut sebagai **Masalah Informasi** (*Information Asymmetry*). Fenomena ini dijelaskan secara brilian oleh peraih Nobel Ekonomi, George Akerlof, dalam makalahnya yang terkenal, *"The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism"* (Pasar untuk 'Barang Buruk': Ketidakpastian Kualitas dan Mekanisme Pasar).

Akerlof menguraikan bagaimana ketimpangan informasi dapat melumpuhkan sebuah pasar. Untuk barang-barang tertentu seperti mobil bekas, pihak penjual selalu jauh lebih memahami kondisi riil dan nilai barang tersebut dibandingkan calon pembeli. Apakah mobil itu pernah terendam banjir, memiliki transmisi yang aus, atau sistem kelistrikan yang bermasalah? Calon pembeli tidak mengetahuinya secara pasti. Akibat kegelapan informasi ini, pembeli bersikap sangat defensif. Mereka mengasumsikan skenario terburuk—bahwa pasti ada sesuatu yang tidak beres pada mobil tersebut (sehingga disebut *lemon* atau barang buruk)—dan meresponsnya dengan mengajukan penawaran harga yang sangat rendah.

Situasi penawaran rendah ini wajar untuk mobil yang memang cacat. Namun, dinamika ini menjadi bencana bagi penjual yang berniat menjual mobil bekas dalam kondisi prima. Pembeli tetap tidak bisa dengan mudah membuktikan kualitas mobil tersebut dan sadar bahwa penjual memiliki keunggulan informasi; akibatnya, mereka tetap menawar dengan harga yang miring. Masalah informasi ini pada akhirnya menyebabkan pasar mobil bekas berkualitas tinggi menjadi tidak berfungsi (*market failure*). Sangat sulit bagi pemilik aset bagus



untuk menjual asetnya dengan harga yang semestinya, karena pembeli selalu dihantui ketidakpastian.

Mengapa Pasar Saham Sekunder Tidak Lumpuh?

Masalah informasi paling terasa pada barang-barang yang kualitasnya sulit dinilai dan berpotensi memiliki masalah tersembunyi. Sebagai instrumen kepemilikan bisnis, saham sejatinya masuk dalam kategori ini. Bagaimana kita tahu bahwa sebuah perusahaan tidak menyembunyikan kebusukan fundamental? Namun ajaibnya, pasar sekunder saham terhindar dari kelumpuhan ala sindrom "mobil bekas" ini karena beberapa alasan struktural yang membedakannya secara absolut.

Pertama, sekuritas memiliki tingkat keseragaman (*homogeneity*) yang sempurna. Tidak seperti mobil bekas yang kondisi fisiknya sangat bervariasi antara satu unit dengan unit lainnya, terdapat jutaan bahkan miliaran lembar saham dari sebuah perusahaan yang sifatnya identik satu sama lain. Satu lot saham sebuah bank milik Anda tidak mungkin "lebih rusak" atau "berkualitas lebih rendah" dibandingkan satu lot saham milik investor di benua lain.

Kedua, transparansi transaksi dan penemuan harga (*price discovery*) berjalan secara seketika (*real-time*). Di bursa, dari miliaran saham yang identik tersebut, sebagian di antaranya pasti baru saja diperjualbelikan beberapa detik yang lalu oleh pihak lain. Rekam jejak harga transaksi ini disiarkan secara publik. Artinya, Anda dapat dengan mudah mengetahui berapa nilai persis saham tersebut menurut konsensus (pandangan orang lain) tanpa harus menebak-nebak kualitasnya dalam gelap.

Lebih lanjut, infrastruktur pasar keuangan modern memecahkan masalah informasi dengan menciptakan persaingan tanpa batas. Jika Anda ingin membeli atau menjual saham, Anda tidak perlu berhadapan satu lawan satu dengan pembeli yang curiga. Anda cukup mengaksesnya secara daring atau menghubungi pialang; algoritma bursa akan memastikan bahwa pesanan penawaran Anda diekspos ke jaringan yang berisi jutaan penjual dan pembeli lain. Desain pasar ini memaksa seluruh partisipan untuk bersaing memperebutkan pesanan Anda, sehingga pada akhirnya, ketidakpastian harga terkikis habis oleh kekuatan kompetisi, dan Anda dijamin mendapatkan eksekusi pada tingkat harga yang paling optimal.

3.3 EKOSISTEM DAN AKTOR UTAMA INVESTOR

Sebuah pasar tidak akan hidup tanpa adanya aktor yang berinteraksi di dalamnya. Pasar saham bukanlah entitas monolitik yang bergerak dengan sendirinya; ia adalah sebuah ekosistem kompleks yang dihuni oleh berbagai spesies pelaku ekonomi dengan ukuran, motif, dan kekuatan yang jauh berbeda. Mengetahui siapa lawan dan kawan Anda di arena ini adalah fondasi mutlak untuk bertahan hidup dan merumuskan strategi investasi yang rasional.

Kelompok pertama di dalam ekosistem ini adalah **Investor Ritel** (*Retail Investors*). Ini adalah individu-individu seperti Anda dan saya, yang menginvestasikan uang pribadi hasil keringat sendiri. Secara demografis dan jumlah kepala, investor ritel mendominasi porsi populasi terbesar di pasar modal. Namun, jika diukur dari volume modal yang digerakkan, kelompok ini ibarat ikan-ikan kecil (*minnows*) di samudra yang luas. Keputusan investasi



kelompok ritel sering kali rentan digerakkan oleh berita sensasional, emosi sesaat, sentimen media sosial, dan tren jangka pendek.

Kelompok kedua adalah para penguasa samudra atau "Paus" (*Whales*), yakni **Investor Institusional**. Kelompok elite ini mencakup manajer pengelola Reksa Dana, Dana Pensiun, perusahaan asuransi, hingga *Hedge Funds*. Mereka tidak mengelola uang receh, melainkan mengelola dana patungan dalam jumlah raksasa yang nilainya bisa mencapai triliunan rupiah atau miliaran dolar. Ketika institusi raksasa ini memutuskan untuk mengakumulasi (membeli) atau mendistribusi (menjual) sebuah saham, ukuran transaksi mereka begitu masif sehingga mampu menggeser harga pasar secara signifikan. Mereka tidak bertransaksi berdasarkan rumor di forum daring; keputusan mereka murni digerakkan oleh analisis kuantitatif, riset mendalam, algoritma canggih, dan akses informasi langsung ke manajemen perusahaan. Di pasar sekunder, pergerakan dana para institusi inilah yang pada akhirnya mendikte arah angin bursa secara keseluruhan.

Kelompok ketiga yang sering kali beroperasi di balik layar namun fungsinya paling esensial adalah para **Pialang (Broker)** dan **Pembuat Pasar (*Market Makers*)**. Mengingat jutaan orang dari kelompok ritel dan institusi ingin membeli dan menjual pada detik yang bersamaan, harus ada sistem perpipaan raksasa yang mengatur lalu lintas ini. Pialang bertindak sebagai perantara langsung yang mengeksekusi pesanan Anda dengan imbalan komisi atau biaya transaksi. Sementara itu, *Market Makers* adalah entitas finansial berkapital besar yang bertugas secara khusus untuk menjaga likuiditas bursa. Mereka ibarat pedagang grosir yang selalu bersedia membeli saat Anda panik ingin menjual, dan bersedia menjual saat Anda FOMO ingin membeli, meskipun di pasar saat itu sedang sepi peminat. Mereka mengambil risiko menahan stok saham demi memastikan pasar terus berdetak tanpa henti, dan mengais keuntungan secara konsisten dari selisih tipis antara harga jual dan harga beli (*spread*).

Evolusi Ekosistem: Dari Kesepakatan Sederhana Menuju Jaringan Finansial Global

Keberadaan para pialang dan ekosistem terstruktur ini bukanlah penemuan modern di era internet. Akar dari industri keuangan raksasa yang kita kenal saat ini bermula dari permulaan yang sangat sederhana. Pada tanggal 17 Mei 1792, sekelompok yang terdiri dari 24 pialang saham di New York berkumpul di bawah sebuah pohon *buttonwood* (sycamore) di Wall Street. Mereka menandatangani sebuah dokumen bersejarah yang kemudian dikenal sebagai Perjanjian Buttonwood (*Buttonwood Agreement*). Dokumen sederhana inilah yang menetapkan aturan main dan struktur komisi pertama untuk tata cara jual beli saham dan obligasi, sekaligus menjadi fondasi lahirnya *New York Stock Exchange* (NYSE).

Dari perkumpulan dua lusin pialang tersebut, pasar saham telah berevolusi menjadi raksasa yang memiliki pengaruh absolut terhadap perekonomian global. Mengambil contoh di Amerika Serikat, pada tahun 1950, sektor jasa keuangan hanya menyumbang sekitar 2,8% dari total Produk Domestik Bruto (PDB) negara tersebut. Namun, seiring dengan percepatan finansialisasi ekonomi, sektor ini meledak. Tepat sebelum krisis keuangan global meletus pada tahun 2007, kontribusi sektor jasa keuangan telah membengkak hingga mencapai 8,3% dari PDB Amerika Serikat.



Ledakan ini paling jelas terlihat dari lonjakan volume perdagangan yang sangat dramatis. Berdasarkan data dari *World Federation of Exchanges*, nilai dolar dari saham-saham yang diperdagangkan di lantai bursa NYSE meningkat hampir dua kali lipat hanya dalam kurun waktu tiga tahun, yakni antara 1997 hingga 2000. Pertumbuhan itu belum berhenti; dari tahun 2000 hingga 2008, volume transaksi tersebut kembali meningkat luar biasa hingga tiga kali lipat. Pasar sekunder telah menjelma menjadi mesin likuiditas terbesar dalam sejarah peradaban manusia.

Menariknya, peningkatan volume dan kekuatan finansial ini tidak terjadi secara statis atau seragam di seluruh dunia. Ekosistem pasar saham terus bergeser mengikuti arus inovasi teknologi dan kebangkitan ekonomi makro. Pada tahun 1990, NYSE menempati takhta tertinggi sebagai bursa dengan volume perdagangan terbesar di dunia, sementara NASDAQ—yang sejak awal dirancang sebagai sistem perdagangan terkomputerisasi tanpa lantai bursa fisik—hanya berada di peringkat kelima. Memasuki era milenium pada tahun 2000, efisiensi teknologi mendorong NASDAQ melesat naik menempati posisi kedua. Satu dekade kemudian, pada tahun 2010, peta kekuatan finansial dunia mulai bergeser ke Timur; Bursa Efek Shanghai (*Shanghai Stock Exchange*) melesat menempati peringkat yang jauh lebih tinggi dalam hal kapitalisasi dan volume dibandingkan bursa-bursa Eropa bersejarah seperti bursa di London maupun Frankfurt. Ekosistem pasar saham, pada akhirnya, adalah organisme hidup yang terus bertumbuh, beradaptasi, dan merelokasi pusat gravitasinya.

3.4 MEKANIKA PENCIPTAAN HARGA: HUKUM BESI *BID*, *ASK*, DAN *SPREAD*

Setelah memahami siapa saja pelakunya dan di mana mereka bertransaksi, pertanyaan paling fundamental yang tersisa adalah: bagaimana tepatnya harga sebuah saham terbentuk? Angka yang berkedip di layar Anda tidak ditentukan oleh dekrit pemerintah, tidak ditegaskan oleh CEO perusahaan, dan tidak dihitung oleh mesin kalkulator nilai intrinsik. Harga saham murni diciptakan, detik demi detik, oleh negosiasi tanpa henti antara kekuatan penawaran (*Supply*) dan permintaan (*Demand*).

Mekanisme penentuan harga ini berpusat pada apa yang disebut sebagai *Order Book* (Buku Pesanan), yang berisi dua pilar utama: *Bid* dan *Ask*. *Bid* adalah harga penawaran beli—harga maksimal yang bersedia dibayarkan oleh para calon pembeli saat ini. Sebaliknya, *Ask* (atau *Offer*) adalah harga penawaran jual—harga minimal yang bersedia diterima oleh para pemilik saham yang ingin melepas asetnya.

Tentu saja, pembeli selalu menginginkan harga semurah mungkin (*Bid* rendah), sementara penjual selalu menginginkan harga semahal mungkin (*Ask* tinggi). Kesenjangan antara harga beli tertinggi dan harga jual terendah ini disebut *Spread*. Selama ada jarak (*spread*) antara *Bid* dan *Ask*, tidak akan ada transaksi yang terjadi. Pasar akan stagnan. Transaksi (dan harganya) baru tercipta ketika salah satu pihak akhirnya mengalah pada realitas. Entah ada pembeli agresif yang sangat menginginkan saham tersebut dan bersedia "menaikkan" penawarannya menyamai harga *Ask*, atau ada penjual panik yang butuh uang cepat dan bersedia "menurunkan" harganya menyamai harga *Bid*. Detik ketika harga pembeli dan penjual bertemu (*matching*), transaksi tereksekusi. Angka dari transaksi terakhir yang



tereksekusi inilah yang kemudian dicatat oleh sistem bursa dan disiarkan ke seluruh dunia sebagai "Harga Saham Saat Ini" (*Last Done Price*).

Proses negosiasi agresif ini terjadi dalam hitungan milidetik dan diulang jutaan kali dalam sehari. Harga saham akan naik jika gelombang pembeli yang panik tertinggal kereta (FOMO) secara agresif terus menyapu bersih antrean harga *Ask*. Sebaliknya, harga akan anjlok jika kerumunan penjual yang panik menyelamatkan diri secara brutal membuang saham mereka dengan menghajar antrean harga *Bid*. Pada level mikroskopisnya, pasar saham sama sekali bukan mesin pengukur fundamental ekonomi yang rumit; ia murni merupakan mesin agregator raksasa yang mengukur sentimen keserakahan (*greed*) dan ketakutan (*fear*) manusia secara *real-time*.

Dinamika Aliran Dana dan Penawaran Tambahan (SEO)

Memahami bahwa harga ditentukan secara sekunder menjelaskan banyak hal tentang ke mana uang mengalir di bursa. Menurut *World Federation of Exchanges*, volume perdagangan saham harian di bursa-bursa raksasa seperti NYSE bisa mencapai ratusan triliun rupiah. Bagi orang awam, sering kali muncul pertanyaan polos: *"Apa yang dilakukan perusahaan dengan uang sebanyak itu?"* Jawabannya, seperti yang telah kita bahas, adalah bahwa perusahaan tidak menerima sepeser pun dari uang tersebut. Jika saya menjual saham Ford Motor Company kepada Anda, Anda membayar kepada saya, bukan kepada Ford. Hampir seluruh rekor volume perdagangan harian yang fantastis itu murni mendemonstrasikan perpindahan uang dari kantong satu investor ke kantong investor lainnya di pasar sekunder (ibarat pasar mobil bekas).

Namun, ada satu pengecualian penting di mana perusahaan benar-benar kembali menyerap dana dari pasar. Terkadang, jauh setelah masa IPO, sebuah perusahaan (misalnya Ford) menyadari bahwa mereka kembali membutuhkan dana besar untuk membangun pabrik baru. Mereka kemudian dapat melakukan aksi korporasi yang disebut Penawaran Saham Tambahan (*Seasoned Equity Offering* / SEO) atau yang sering disebut *Rights Issue*. Dalam SEO, perusahaan mencetak dan menjual saham baru, yang secara otomatis menambah total jumlah saham beredar (*outstanding shares*) yang dipegang oleh publik. Dalam skenario primer lanjutan inilah, barulah brankas Ford kembali menerima aliran dana segar.

Namun secara psikologis, banyak investor ritel yang bersikap waspada dan enggan membeli saham baru yang diterbitkan dalam skema SEO ini. Alasannya kembali pada masalah asimetri informasi. Logikanya sederhana: CEO perusahaan memiliki akses informasi terdalam mengenai kondisi internal bisnis mereka yang sebenarnya. Jika sang CEO (yang mengendalikan nasib perusahaan) tiba-tiba memutuskan bahwa ini adalah saat yang tepat untuk menjual lebih banyak saham kepada publik, sebagian investor akan curiga bahwa sang CEO tahu harga saham saat ini sedang dinilai terlalu tinggi (*overvalued*). Keengganan ini membuktikan bahwa meskipun pasar berfungsi dengan baik, bayang-bayang ketidakpastian informasi selalu membayangi setiap penerbitan saham baru.

Ancaman Kegelapan: Perdagangan Orang Dalam (*Insider Trading*)

Kecurigaan investor terhadap informasi yang tidak simetris memuncak pada kejahatan bursa yang paling ditakuti: perdagangan berdasarkan informasi orang dalam (*insider trading*).



Praktik ini terjadi ketika seorang pejabat perusahaan, direktur, atau pihak terkait membeli atau menjual saham berdasarkan informasi rahasia yang belum diumumkan kepada publik (misalnya, mengetahui bahwa laporan keuangan kuartal ini akan sangat buruk sebelum laporannya dirilis).

Tentu saja, praktik ini adalah tindakan ilegal yang berat. Salah satu contoh klasik adalah kasus Paul Mozer yang didenda jutaan dolar oleh *Securities and Exchange Commission* (SEC)—otoritas bursa AS—atas perannya dalam skandal perdagangan obligasi di Salomon Brothers pada dekade 90-an. Meskipun sistem hukum pasar saham belum mampu sepenuhnya memberangus *insider trading*, lembaga pengawas modern seperti SEC kini dilengkapi dengan sistem deteksi berbasis kecerdasan buatan untuk melacak pola perdagangan yang mencurigakan menjelang rilis berita besar. Sanksi pidana dan perdata yang sangat berat membuat para petinggi perusahaan (orang dalam) diwajibkan secara hukum untuk melaporkan dan mengungkapkan setiap transaksi saham pribadi mereka ke publik secara transparan.

Ironisnya, penjaga gawang yang paling efektif dalam membongkar penipuan internal perusahaan sering kali bukanlah para penegak hukum, melainkan kelompok spekulan yang sering dicap buruk oleh publik: para pelaku *short selling*. *Short seller* adalah investor yang bertaruh bahwa harga sebuah saham akan turun. Penelitian akademis dari John Cochrane (University of Chicago) menunjukkan bahwa pelaku *short selling* justru lebih cepat dan lebih banyak mengungkap kasus penipuan laporan keuangan (*fraud*) dibandingkan SEC. Karena mereka mempertaruhkan uangnya sendiri, mereka melakukan riset forensik yang sangat dalam. Ketika mereka menemukan indikasi kebohongan di dalam sebuah korporasi, mereka akan meresponsnya dengan "menjual kosong" (*shorting*) saham tersebut secara masif sebelum harga sahamnya anjlok.

Mekanisme ini secara tidak langsung membantu menyeimbangkan kekuatan informasi di bursa. Meskipun arena perdagangan saham mungkin tidak akan pernah 100% setara secara informasi, di bursa-bursa saham utama dunia, keberadaan pengawasan hukum ketat dan kompetisi riset antar-investor membuat kondisinya sudah cukup mendekati batas wajar dan adil.

Revolusi Mesin: Perdagangan Frekuensi Tinggi (*HFT*) dan Kecepatan Penemuan Harga

Tantangan asimetri informasi dari orang dalam kini mulai digantikan oleh tantangan dari revolusi kecepatan. Eksekusi manual telah lama mati. Komputerisasi membuat proses jual-beli saham menjadi jauh lebih cepat, sangat murah, dan minim kesalahan ketik manusia. Namun, pergeseran ke arah sistem terotomatisasi ini melahirkan predator spesies baru di dalam ekosistem bursa: *High-Frequency Trading* (HFT) atau perdagangan frekuensi tinggi.

HFT dilakukan oleh perusahaan pialang dan *hedge fund* berskala besar yang menggunakan algoritma superkomputer untuk mengeksekusi ribuan pesanan *Bid* dan *Ask* dalam hitungan mikrodetik, menangguk keuntungan super-tipis (sepersekian sen) dari *spread* jutaan kali dalam sehari. Kecepatan ini begitu masif hingga sebagian besar investor ritel merasa kewalahan dan terintimidasi.



Namun, apakah HFT adalah sesuatu yang jahat bagi investor biasa? Jawabannya menghadirkan sebuah dilema ganda (*trade-off*). Laporan resmi pemerintah Inggris pada akhir 2012 justru menyimpulkan bahwa HFT memberikan manfaat krusial dengan membanjiri pasar dengan pasokan likuiditas. Lebih penting lagi, algoritma HFT bertindak sebagai mesin **penemuan harga secara cepat** (*rapid price discovery*). Artinya, jika ada berita fundamental terbaru yang dirilis dan seharusnya memengaruhi nilai perusahaan, algoritma akan memastikan harga saham di layar langsung menyesuaikan diri ke level wajar barunya dalam sepersekian detik.

Sebagai investor biasa yang lambat, Anda diuntungkan oleh hal ini. Anda tentu tidak ingin membeli saham dari seseorang yang (karena memiliki akses informasi lebih cepat) tahu bahwa harga saham tersebut seharusnya sudah turun namun di layar bursa Anda harganya belum berubah. HFT meniadakan jeda waktu tersebut. Harga seketika menjadi "benar" dan wajar sesaat setelah berita keluar, meskipun kita sebagai investor ritel belum membaca beritanya. Selain itu, dengan adanya HFT yang bertarung satu sama lain di bursa, *spread* antara harga jual dan beli menjadi sangat sempit, yang secara langsung menekan biaya transaksi riil bagi investor biasa. Sebagai "ikan kecil" yang bergerak lambat, kita justru diuntungkan karena para "hiu algoritma" ini saling memangsa dan bersaing ketat untuk memfasilitasi pesanan kita. Namun, mengabaikan sisi gelap otomatisasi juga naif. Ketergantungan absolut pada komputer menyimpan risiko sistemik. Jika sebuah kode algoritma diprogram dengan salah, perusahaan HFT bisa mengalami kerugian triliunan rupiah dalam hitungan detik. Kesalahan kode yang berinteraksi dalam ekosistem bursa juga dapat memicu bencana berantai yang dikenal sebagai *Flash Crash*, seperti yang terjadi pada 6 Mei 2010. Saat itu, kesalahan algoritma memicu aksi jual beruntun yang tidak terkendali, menghapus kapitalisasi pasar hingga hampir satu triliun dolar hanya dalam waktu puluhan menit, sebelum harga berbalik normal kembali dengan sendirinya. Insiden ini membuktikan bahwa mesin dapat menciptakan volatilitas buatan yang sangat ekstrem.

Setiap beberapa bulan, para pembuat kebijakan (termasuk dari kubu institusi keuangan tradisional yang merasa terancam kalah bersaing dengan HFT) selalu mengusulkan pembatasan ruang gerak HFT. Salah satu gagasan populer adalah mengenakan pajak transaksi sangat kecil (pajak Tobin). Logikanya: pajak sebesar sepersekian sen tidak akan merugikan investor jangka panjang seperti kita, namun akan memusnahkan margin keuntungan model bisnis HFT yang bergantung pada jutaan transaksi kilat. Akan tetapi, mematikan HFT berarti kita harus siap menerima konsekuensi baliknya: likuiditas di pasar akan menipis, *spread* harga akan kembali melebar, biaya transaksi bagi ritel akan meningkat, dan kecepatan penyesuaian harga terhadap berita akan kembali melambat.

Pada akhirnya, memahami mekanika penciptaan harga di pasar modern berarti menerima realitas bahwa bursa adalah ekosistem yang brutal namun sangat efisien. Pasar saham bukanlah tempat yang ramah bagi mereka yang lambat bereaksi jika mereka berniat bermain api dalam jangka pendek. Namun bagi investor fundamental jangka panjang, kerumitan jutaan algoritma yang saling bertarung menentukan harga *Bid* dan *Ask* ini pada akhirnya hanyalah kebisingan mikro yang memastikan satu hal: kapan pun Anda siap menanam



benih (modal) atau memanen (melikuidasi aset), pasar selalu siap menyambut Anda dengan harga yang wajar dan likuiditas yang tak terbatas.



BAB 4
IMBAL HASIL HISTORIS DAN VOLATILITAS

4.1 DEKONSTRUKSI DAN REKAM JEJAK SEJARAH PASAR MODAL

Pada kuliah dan pembahasan sebelumnya, kita telah mempelajari secara mendalam apa itu pasar saham, siapa saja aktor di dalamnya, dan bagaimana mekanika penciptaan harga bekerja. Kini, tiba saatnya bagi kita untuk beralih dari ranah teoritis ke ranah empiris: kita akan meninjau catatan historis. Pertanyaan paling pragmatis yang diajukan oleh setiap investor sebelum menaruh uangnya di bursa adalah, "Seberapa besar kekayaan yang sebenarnya bisa saya kumpulkan?"

Jika kita membedah data historis pasar saham global—khususnya bursa-bursa raksasa yang telah beroperasi lebih dari satu abad—kesimpulan utamanya sangat jelas: Anda bisa memperoleh keuntungan yang sangat besar dengan berinvestasi di sekuritas ekuitas (saham). Dalam rentang waktu seratus tahun terakhir, umat manusia telah melewati dua Perang Dunia, Depresi Besar (*Great Depression*) di tahun 1930-an, krisis minyak, pecahnya gelembung *dot-com*, hingga pandemi global. Namun, grafik pasar saham dalam jangka panjang selalu melukiskan satu arah yang konsisten: serong ke kanan atas.

Pertumbuhan historis ini bukanlah sebuah keajaiban mistis, melainkan cerminan matematis dari inovasi peradaban dan pertumbuhan laba korporasi. Uang tunai atau tabungan di bawah kasur secara historis selalu dihancurkan oleh inflasi. Obligasi memberikan pelindungan nilai dengan imbal hasil yang moderat. Namun saham, secara historis, terbukti menjadi satu-satunya kelas aset yang secara konsisten mengalahkan inflasi dengan margin yang signifikan, menciptakan penciptaan kekayaan riil (*real wealth creation*). Kita akan menggunakan beberapa angka dan persentase untuk mengilustrasikan poin-poin dalam bab ini, tetapi seperti yang harus selalu diingat oleh seorang akademisi pasar modal: jangan terlalu terpaku pada angka-angka spesifik tersebut. Fokus utama kita adalah memahami gambaran besarnya (*the big picture*) bahwa ekuilibrium jangka panjang dari pasar saham selalu berpihak pada pertumbuhan.

Bukti Empiris: Keajaiban Bunga Majemuk dan Lintas Sektor

Untuk mengukur skala pertumbuhan tersebut, mari kita melihat simulasi ekstrem dari kekuatan bunga majemuk (*compounding interest*) selama hampir sembilan dekade. Catatan historis menunjukkan bahwa investasi awal dengan nominal mikroskopis sekalipun dapat berevolusi menjadi kekayaan masif jika diberikan waktu yang cukup. Sebagai contoh riil, jika Anda menginvestasikan uang sebesar Rp10 saja pada awal tahun 1926 ke dalam portofolio saham berkapitalisasi besar, dan secara disiplin menginvestasikan kembali seluruh pembayaran dividen yang Anda terima selama 87 tahun berikutnya, hasilnya akan mendobrak nalar. Pada tahun 2013, modal Rp10 tersebut telah berlipat ganda menjadi Rp28.430.

Gagasan fundamental bahwa Anda bisa meraup keuntungan besar dalam jangka panjang ini bersifat universal. Data menunjukkan bahwa postulat ini tidak banyak berubah meskipun kita membedah pasar berdasarkan karakteristik spesifik, seperti ukuran kapitalisasi

perusahaan (*market cap*) atau membaginya ke dalam berbagai sektor industri. Memang, dalam periode waktu yang relatif singkat (satu hingga tiga tahun), akan selalu ada perbedaan kinerja sektoral yang mencolok—misalnya sektor teknologi meroket sementara energi anjlok. Namun, secara keseluruhan dan teragregasi, catatan historis memberikan satu mandat yang jelas: menahan posisi investasi secara pasif di pasar saham untuk jangka waktu yang panjang adalah strategi yang paling superior.

Sisi Gelap Sejarah: Realitas Kerugian dan Ujian Mental

Namun, narasi optimis ini tidak berdiri tanpa syarat. Sejarah mencatat dengan tinta merah bahwa pasar saham juga memiliki kapasitas brutal untuk menghancurkan kekayaan, dan ada kemungkinan mutlak bagi Anda untuk kehilangan banyak uang di fase tertentu. Mari kita kembali ke era 1920-an untuk melihat skenario terburuknya.

Jika Anda menempatkan modal Anda pada puncak eforia di tahun 1926, dan karena satu dan lain hal Anda terpaksa mencairkan dana tersebut pada tahun 1933 (di tengah hantaman Depresi Besar), Anda akan mendapati bahwa sekitar dua pertiga (66%) dari kekayaan Anda telah menguap. Meskipun nilai investasi portofolio tersebut mulai pulih secara perlahan sekitar tahun 1936, Anda baru benar-benar mencapai titik impas (*break-even point*) dan kembali ke nilai modal awal secara permanen pada tahun 1943. Ini berarti portofolio Anda tidak menghasilkan satu sen pun keuntungan selama 17 tahun berturut-turut! Gambaran mengenai kerugian sistemik yang panjang ini juga terjadi merata melintasi berbagai ukuran perusahaan maupun sektor industri pada periode tersebut. Catatan sejarah ini memberikan pelajaran krusial: pasar saham selalu memberikan jalan untuk memulihkan kerugian, *namun* prasyarat mutlaknya adalah Anda harus memiliki daya tahan finansial dan psikologis untuk tetap berada di dalam pasar (*stay in the market*) melewati masa krisis tersebut.

Asimetri Matematika dan Ekstremitas Volatilitas

Pertanyaan selanjutnya: seberapa ekstrem fluktuasi tahunan di bursa? Seberapa baik sebuah tahun "baik", dan seberapa buruk sebuah tahun "buruk"? Jawabannya memperlihatkan volatilitas yang sangat liar. Merujuk pada data historis antara tahun 1926 hingga 2012, imbal hasil tahunan tertinggi dicetak pada masa pemulihan tahun 1933, di mana pasar melonjak luar biasa hingga hampir +58%. Di sisi lain, imbal hasil tahunan paling mematikan terjadi hanya dua tahun sebelumnya, yakni pada tahun 1931, dengan rekor kerugian mencapai lebih dari -44,4%.

Sepintas, angka +58% tampak lebih besar dari angka -44,4%. Namun, di sinilah hukum besi asimetri matematika bekerja. Jangan pernah keliru berasumsi bahwa persentase kerugian memiliki bobot kerusakan yang sama dengan persentase keuntungan. Matematika kerugian jauh lebih kejam. Jika Anda memulai investasi dengan Rp1.000 dan pasar anjlok hingga Anda mengalami kerugian 50%, sisa uang Anda kini adalah Rp500. Untuk mengembalikan uang Rp500 tersebut kembali menjadi Rp1.000, Anda tidak hanya membutuhkan keuntungan 50% di tahun berikutnya; Anda membutuhkan kenaikan 100% secara utuh.

Angka-angka historis ekstrem pada awal 1930-an tadi (turun 44,4%, lalu naik 58%) pada hakikatnya saling meniadakan satu sama lain secara matematis, menyisakan nilai portofolio yang stagnan. Realitas asimetris ini melahirkan satu kaidah penting dalam ilmu keuangan



kuantitatif: tingkat imbal hasil (*rate of return*) memang memiliki kecenderungan statistik untuk bergerak mendekati nilai rata-rata jangka panjangnya (*mean reversion*) seiring berjalannya waktu, namun nilai absolut kekayaan Anda dalam bentuk nominal uang tidak otomatis mengikuti pola tersebut jika modal dasar Anda sudah tergerus terlalu dalam. Melindungi modal dari penurunan yang fatal (*downside protection*) sering kali lebih krusial daripada sekadar memburu imbal hasil tertinggi.

4.2 MITOS "MAKAN SIANG GRATIS" DAN LAHIRNYA RISIKO

Namun, jika sejarah membuktikan bahwa pasar saham selalu naik dalam jangka panjang, mengapa tidak semua orang di dunia ini menjadi miliarder? Mengapa masih banyak orang yang bangkrut di bursa? Jawabannya membawa kita pada salah satu hukum termodinamika di dunia keuangan: tidak ada yang namanya makan siang gratis (*there is no free lunch*).

Dalam ilmu ekonomi, setiap satuan keuntungan tambahan yang ditawarkan oleh sebuah aset selalu menuntut pengorbanan kompensasi. Jika Anda menginginkan keamanan absolut—di mana uang Anda tidak akan pernah berkurang satu sen pun—Anda harus puas dengan instrumen deposito atau obligasi pemerintah berbunga rendah. Namun, jika Anda ingin mencoba menghasilkan uang yang jauh melampaui tingkat inflasi dan menjadi kaya melalui saham, maka Anda harus membayar "harga tiket" untuk masuk ke arena tersebut. Harga tiket itu bernama Risiko.

Risiko dalam konteks pasar saham tidak selalu berarti peluang bahwa perusahaan akan bangkrut dan uang Anda menjadi nol. Risiko lebih sering bermanifestasi dalam bentuk volatilitas, yakni seberapa liar dan seberapa cepat harga aset tersebut berayun naik dan turun dari nilai rata-ratanya. Investor sering kali menginginkan imbal hasil ala saham dengan tingkat keamanan ala deposito; sebuah utopia yang mustahil. Hukum besi investasi menyatakan bahwa imbal hasil historis yang tinggi hanyalah kompensasi—atau upah penderitaan—yang diberikan pasar kepada Anda karena Anda bersedia menanggung rasa mual akibat volatilitas yang ekstrem.

Ilusi Keamanan Jangka Panjang: Membedah Tingkat Imbal Hasil vs. Nominal Uang

Bicara mengenai risiko dan volatilitas, ada sebuah kesalahpahaman umum yang sangat berbahaya bahkan di kalangan investor berpengalaman sekalipun. Melihat data historis tingkat imbal hasil dalam berbagai rentang waktu sering kali membuat orang beranggapan bahwa "semakin lama Anda berinvestasi, maka akan semakin aman posisi Anda". Mari kita bedah mengapa pernyataan ini secara teknis menyesatkan.

Sekilas, angka-angka statistik memang tampak mendukung argumen keamanan tersebut. Dari tahun 1926 hingga 2012, jika kita melihat tingkat imbal hasil saham dalam periode 1 tahunan, angkanya sangat liar: bervariasi dari kerugian ekstrem -44% hingga keuntungan spektakuler +58%. Ketika kita memperpanjang periode pengamatan menjadi 2 tahunan, rentang volatilitas tersebut mulai menyempit, mulai dari kerugian -37% hingga keuntungan +38%. Jika ditarik menjadi periode 10 tahunan, rentangnya semakin mengecil, berkisar dari kerugian marginal -2% hingga keuntungan +19%. Pada akhirnya, untuk rentang



periode sangat panjang seperti 75 tahun, tingkat imbal hasilnya merapat dengan tenang di angka sekitar 10% per tahun.

Banyak orang menafsirkan fenomena konvergensi (penyempitan rentang) ini sebagai bukti absolut bahwa waktu mengeliminasi risiko. Namun, anggapan tersebut keliru. Semakin lama Anda berada di pasar, risiko Anda kehilangan *nominal uang* justru menjadi semakin besar. Mengapa bisa demikian? Ada paradoks matematis di sini: rentang potensi *tingkat imbal hasil* (persentasenya) memang menyempit seiring waktu, tetapi rentang potensi *hasil akhir* (dalam wujud rupiah atau dolar) tidak menyempit, melainkan justru semakin melebar ke segala arah. Logikanya adalah, meskipun tingkat imbal hasil perlahan mendekati nilai rata-rata seiring berjalannya waktu—sehingga penyimpangan (*deviasi*) persentasenya pada setiap periode terlihat lebih kecil—penyimpangan kecil tersebut diakumulasikan dan dikalikan berulang kali (bunga majemuk) dalam rentang waktu yang jauh lebih lama.

Analogi Kecepatan dan Jarak: Memahami Pelebaran Risiko

Untuk mencerna konsep ini tanpa rumus rumit, perhatikan analogi perjalanan berikut. Misalkan Anda dan teman Anda, Lisa, melakukan konvoi perjalanan melintasi negara dengan mobil yang berbeda. Pada jam pertama, Lisa berhasil melaju konstan dengan kecepatan rata-rata 60 mil per jam (mph), sementara Anda menghadapi sedikit kendala teknis sehingga hanya mencapai kecepatan rata-rata 50 mph. Setelah satu jam penuh, kerugian Anda sudah jelas: Anda tertinggal 10 mil di belakang Lisa.

Pada jam kedua, masalah mobil Anda teratasi. Kini, Anda dan Lisa sama-sama melaju dengan kecepatan rata-rata 60 mph secara identik. Secara matematis, kecepatan rata-rata keseluruhan Anda (selama dua jam) kini meningkat menjadi 55 mph (rata-rata dari 50 mph dan 60 mph). Karena Lisa stabil di kecepatan 60 mph, selisih *kecepatan rata-rata* antara Anda dan Lisa menyusut dari 10 mph menjadi hanya 5 mph. Kecepatan rata-rata Anda tampaknya "membaik" dan mendekati kecepatan Lisa.

Namun, di mana posisi fisik Anda? Anda tetap tertinggal sejauh 10 mil di belakangnya! Alih-alih tertinggal 10 mil dalam 1 jam, statistik mencatat Anda tertinggal dengan selisih rata-rata 5 mil per jam selama 2 jam. Secara riil, jarak ketertinggalan Anda sama sekali tidak mengecil meskipun kecepatan rata-rata Anda membaik.

Kini, mari buat skenario jam kedua menjadi sedikit lebih realistis: kecepatan rata-rata Anda pada jam kedua adalah 58 mph (masih sedikit di bawah Lisa). Selisih kecepatan rata-rata Anda dan Lisa akan terus mengecil (*konvergen*). Namun, di atas aspal, Anda akan kehilangan 2 mil lagi pada jam kedua, membuat total jarak ketertinggalan Anda melebar menjadi 12 mil. Anda mengalami kemajuan dalam hal *statistik rata-rata kecepatan*, tetapi Anda menderita kerugian lebih besar dalam hal *jarak fisik*, murni karena ketidakakuratan itu berlangsung lebih lama (2 jam, bukan 1 jam).

Tingkat imbal hasil persentase dan jumlah uang tunai yang Anda peroleh di bursa bekerja dengan cara yang sama persis seperti analogi kecepatan (mil per jam) dan jarak (mil). Misalkan secara historis, imbal hasil saham yang diharapkan adalah 10% per tahun. Namun pada tahun pertama, ekonomi buruk dan portofolio Anda hanya tumbuh 0%; Anda tertinggal -10% dari target (*benchmark*). Pada tahun kedua, pasar normal dan portofolio Anda tumbuh



persis 10%. Secara statistik, rata-rata persentase pertumbuhan Anda selama dua tahun kini adalah 5% (mendekati target). Namun secara nominal uang, Anda tidak memperoleh keuntungan sepeser pun untuk menutupi ketertinggalan di tahun pertama.

Alih-alih tertinggal -10% dalam 1 tahun, Anda kini tertinggal secara kumulatif -10% yang dimajemukkan selama 2 tahun (atau dicatat secara rata-rata -5% per tahun). Anda meleset dari target (kecepatan) dengan selisih yang lebih kecil di setiap tahun berikutnya, namun karena periode waktu tersebut berjalan semakin panjang, kerugian uang riil (jarak) Anda yang meleset dari harapan nilai akhir portofolio justru bisa menjadi semakin raksasa. Inilah harga tiket sejati dari risiko: waktu tidak menghapus risiko absolut hilangnya jumlah uang (*wealth dispersion*); waktu hanya menghaluskan angka persentasenya saja.

4.3 MEMBEDAKAN GEJOLAK HARGA DARI KERUGIAN PERMANEN

Untuk menjinakkan rasa takut, kita harus membedah anatomi volatilitas itu sendiri. Volatilitas secara sederhana adalah ukuran statistik dari penyebaran imbal hasil suatu sekuritas. Saham dari sebuah perusahaan yang berfundamental luar biasa hebat pun bisa kehilangan 20% hingga 30% dari kapitalisasi pasarnya hanya dalam hitungan minggu. Penurunan ini tidak selalu mengindikasikan bahwa bisnis tersebut hancur; sering kali ia hanya merupakan reaksi refleks akibat kepanikan makroekonomi, perubahan kebijakan suku bunga bank sentral, atau sekadar sentimen global yang sedang memburuk.

Kesalahan psikologis paling fatal dari investor pemula adalah menyamakan volatilitas dengan kerugian permanen (*permanent loss of capital*). Volatilitas murni merupakan penurunan harga di atas kertas (*paper loss*). Ketika nilai portofolio Anda turun 30% saat krisis pasar terjadi, Anda sebenarnya belum kehilangan uang sepeser pun secara riil—kecuali jika Anda menyerah pada kepanikan, menekan tombol "jual" di titik harga terendah tersebut, dan secara sukarela mengunci kerugian itu menjadi kerugian nyata (*realized loss*).

Volatilitas seharusnya dipandang layaknya turbulensi saat Anda menaiki pesawat terbang menuju destinasi liburan yang indah. Pesawat mungkin berguncang keras saat melewati badai, masker oksigen mungkin turun dari langit-langit, dan penumpang lain di sekitar Anda mungkin menjerit panik. Namun, selama mesin pesawat (fundamental keuangan dan tata kelola perusahaan) masih berfungsi dengan baik dan Anda tidak mencoba melompat keluar dari jendela di tengah penerbangan, Anda pada akhirnya akan tiba dengan selamat di tempat tujuan. Volatilitas bukanlah sesuatu yang harus dihindari; ia adalah karakter bawaan dari ekuitas yang harus dikelola dengan kedewasaan mental. Semakin tinggi target imbal hasil yang Anda bidik, semakin hebat turbulensi yang harus Anda persiapkan.

Catatan Historis: Efek Kupu-kupu pada Nilai Nominal Rupiah

Untuk benar-benar memahami sejauh mana "pesawat" portofolio Anda bisa melenceng akibat volatilitas jangka panjang, kita harus melihat kembali pada bukti matematis yang telah disinggung pada sub-bab sebelumnya. Meskipun rentang *tingkat imbal hasil* (persentase) cenderung menyempit dan menjadi lebih stabil seiring dengan periode kepemilikan yang lebih lama, rentang nilai aktual dalam wujud nominal uang (Rupiah atau Dolar) pada akhir periode kepemilikan tersebut justru melebar secara eksponensial.



Mari kita asumsikan Anda memulai perjalanan investasi dengan modal awal sebesar Rp100.000.000. Jika takdir membawa Anda pada rentang waktu 10 tahun berturut-turut dengan kinerja pasar terbaik dalam sejarah, portofolio Anda akan membengkak menjadi hampir Rp570.000.000 (yang setara dengan imbal hasil majemuk sekitar 19% per tahun). Sebaliknya, jika Anda terjebak berinvestasi persis selama 10 tahun berturut-turut dengan kinerja terburuk dalam sampel sejarah pasar, Anda justru akan mengalami kerugian absolut, dan modal Anda hanya akan tersisa sekitar Rp81.000.000. Perhatikan selisihnya: perbedaan tingkat imbal hasil antara periode 10 tahun terbaik dan terburuk ini mungkin terlihat sebagai bentangan persentase sebesar 21%. Namun dalam wujud uang tunai riil, selisih persentase tersebut menciptakan jurang perbedaan sebesar Rp490.000.000—atau hampir lima kali lipat dari total investasi awal Anda!

Mekanika volatilitas jangka panjang ini menjadi jauh lebih mencengangkan ketika kita menarik garis waktu ke rentang 50 tahun. Dalam periode setengah abad, variasi persentase tingkat imbal hasil menjadi jauh lebih jinak dan stabil, namun variasi nilai dalam nominal uang justru meledak drastis. Pada periode 50 tahun dengan kinerja terburuk secara historis, pasar saham tetap memberikan imbal hasil positif sebesar 7,4% per tahun. Berkat kekuatan bunga majemuk, angka yang terkesan kecil ini tetap akan membuat modal Rp100.000.000 Anda bertumbuh menjadi sekitar Rp3.600.000.000. Namun, bandingkan dengan periode 50 tahun terbaik yang mencatatkan imbal hasil tahunan rata-rata 13,2%; modal yang sama meledak menjadi lebih dari Rp45.000.000.000.

Puncak dari anomali matematis volatilitas ini terlihat jelas pada rentang waktu investasi lintas generasi, yakni 75 tahun. Dalam periode 75 tahun terbaik, pasar saham mencetak imbal hasil tahunan rata-rata sebesar 11,7%, sementara pada periode 75 tahun terburuk, pasar mencetak 9,4%. Selisih persentase antara skenario terbaik dan terburuk ini sangatlah tipis, hanya 2,3% per tahun. Namun, tahukah Anda berapa selisih nilai akhir dalam bentuk uang tunai akibat deviasi kecil yang digulung selama 75 tahun tersebut? Perbedaannya mencapai angka yang sangat masif: hampir Rp330.000.000.000 (Tiga Ratus Tiga Puluh Miliar Rupiah) dari titik awal investasi yang hanya Rp100.000.000!

Data historis ini memberikan kita perspektif yang sangat mencerahkan tentang volatilitas. Membedakan gejolak harga harian dari kerugian permanen adalah tahap pertama untuk bertahan hidup di bursa. Namun tahap pendewasaan selanjutnya adalah menyadari bahwa volatilitas jangka panjang (deviasi sekecil apa pun dari rata-rata imbal hasil) pada akhirnya akan menentukan seberapa besar "kerajaan finansial" yang Anda bangun di hari tua. Anda dipastikan akan sampai di tujuan yang jauh lebih baik jika terus berada di dalam pasar (tidak menjual saat krisis), namun Anda harus siap secara mental menerima bahwa destinasi akhir kekayaan Anda bisa bergeser ratusan miliar rupiah hanya karena perbedaan turbulensi pasar sebesar dua persen.

4.4 PARADOKS KINERJA SEJARAH BUKANLAH BOLA KRISTAL

Meskipun kita banyak mempelajari data historis dalam bab ini, ada satu peringatan krusial yang diwajibkan oleh setiap otoritas jasa keuangan dan penasihat investasi di seluruh



dunia. Anda akan selalu menemukan satu kalimat penyangkalan (*disclaimer*) abadi yang tercetak di setiap brosur sekuritas: *"Kinerja masa lalu tidak menjamin hasil di masa depan."* Kalimat ini bukanlah sekadar tameng hukum untuk melindungi pialang dari tuntutan hukum; kalimat ini adalah kebenaran filosofis yang mendalam tentang pasar modal.

Pasar saham adalah cerminan dari ekspektasi manusia terhadap masa depan, bukan sekadar buku harian tentang masa lalu. Sebuah saham teknologi yang memberikan imbal hasil historis 500% dalam lima tahun terakhir mungkin tidak akan mengulang kinerja tersebut di lima tahun berikutnya. Mengapa? Karena ketika sebuah perusahaan sudah menjadi raksasa, hukum angka besar (*law of large numbers*) mulai berlaku; mempertahankan persentase pertumbuhan yang eksponensial menjadi semakin mustahil. Selain itu, kondisi makroekonomi, kebijakan moneter, regulasi pemerintah, dan disrupsi teknologi terus bergeser.

Mengekstrapolasi grafik masa lalu dan menarik garis lurus ke masa depan adalah salah satu bentuk kebodohan finansial yang paling sering memakan korban. Kita meninjau sejarah historis bukan untuk mencari "contekan" pasti mengenai saham mana yang akan naik esok hari. Kita meninjau sejarah untuk memahami siklus pasar, mengukur seberapa dalam kejatuhan maksimal (*maximum drawdown*) yang pernah terjadi, dan melatih ketahanan psikologis kita. Sejarah tidak pernah berulang secara persis (*history doesn't repeat itself*), tetapi ia selalu berima (*it often rhymes*).

Hari-Hari Baik dan Hari-Hari Buruk

- Sebagian besar keuntungan di pasar saham dalam jangka panjang justru terjadi hanya dalam beberapa hari saja. Sebagai contoh, Goldman Sachs meninjau periode 20 tahun dari tahun 1993 hingga 2012. Jika Anda berinvestasi selama 5037 hari perdagangan dalam periode tersebut, Anda akan memperoleh imbal hasil tahunan sebesar 8,23%. Jika Anda melewatkan 10 hari terbaik, imbal hasil tahunan Anda akan turun menjadi hanya 4,54%; dan jika Anda melewatkan 40 hari terbaik, imbal hasil tahunan Anda bahkan menjadi –1,95%.
- Bradford Cornell dari California Institute of Technology menggunakan data dari Center for Research in Security Prices untuk mempelajari hari-hari terbaik dan terburuk di New York Stock Exchange, American Stock Exchange, serta NASDAQ dari tahun 1988 hingga 2012.
    - Pergerakan naik atau turun terbesar dalam satu hari terjadi pada hari Senin, 13 Oktober 2008, ketika pemerintah di seluruh dunia berjanji untuk membantu menyelamatkan bank-bank yang mengalami tekanan keuangan. Harga saham melonjak 11,49% dalam satu hari!
    - Hal ini sejalan dengan gagasan yang sering disampaikan bahwa investor tidak boleh melewatkan hari-hari baik di pasar. Namun, perlu dicatat bahwa setelah dua peristiwa pertama, lima reaksi pasar paling ekstrem berikutnya dalam studi Cornell justru berupa penurunan nilai.



4.5 WAKTU SEBAGAI PENAWAR RACUN VOLATILITAS

Jika imbal hasil tinggi menuntut volatilitas yang menyakitkan, dan data masa lalu tidak bisa dijadikan jaminan untuk masa depan, lalu senjata apa yang tersisa bagi seorang investor untuk bertahan hidup? Jawabannya hanya satu: Horizon Waktu (*Time Horizon*). Volatilitas adalah racun yang sangat mematikan dalam kerangka waktu jangka pendek. Jika Anda berinvestasi di pasar saham dengan harapan menggunakan uang tersebut tahun depan untuk membayar uang muka rumah, Anda pada dasarnya sedang bermain *Russian Roulette*. Dalam rentang satu tahun, peluang pasar saham untuk naik atau anjlok bernilai hampir sama, karena pergerakannya digerakkan murni oleh sentimen yang acak. Namun, seiring dengan diperpanjangnya horizon waktu pengamatan menjadi 5 tahun, 10 tahun, hingga 20 tahun, fluktuasi acak tersebut akan saling menghilangkan dan merata.

Dalam catatan historis, kemungkinan Anda menderita kerugian setelah menahan instrumen Indeks Saham yang terdiversifikasi luas selama 20 tahun berturut-turut nyaris mendekati angka nol persen. Waktu memuluskan volatilitas dan membiarkan mesin pertumbuhan ekonomi (yang kita bahas di sub-bab awal) mengambil alih kendali dari emosi pasar. Oleh karena itu, kunci utama dalam menaklukkan imbal hasil historis bukanlah tentang mencari tahu kapan waktu yang tepat untuk masuk ke pasar (*market timing*), melainkan tentang seberapa lama Anda mampu bertahan dan duduk diam di dalam pasar tersebut (*time in the market*). Waktu, pada akhirnya, adalah jangkar yang mengubah spekulasi berisiko tinggi menjadi investasi yang rasional.

Tiga Hukum Gravitasi Penilaian Saham

Untuk memahami secara mendalam mengapa waktu begitu krusial, kita harus membedah apa yang sebenarnya menggerakkan harga saham dalam jangka panjang, dan mengapa harga tersebut tampak begitu kacau dalam jangka pendek. Secara fundamental, nilai intrinsik suatu saham bergantung pada tiga variabel absolut: (1) seberapa besar arus kas atau laba yang Anda harapkan akan diperoleh dari saham tersebut; (2) berapa lama Anda harus menunggu untuk mendapatkan uang tersebut; dan (3) tingkat suku bunga bebas risiko (*risk-free rate*) yang berlaku selama masa tunggu tersebut.

Korelasi ketiganya sangat logis. Semakin besar proyeksi uang yang akan diterima, semakin tinggi nilai sahamnya. Semakin lama Anda harus menunggu untuk melihat uang itu nyata, semakin rendah nilai saham saat ini akibat penyusutan nilai waktu dari uang (*time value of money*). Variabel ketiga—suku bunga—adalah gravitasi terkuatnya: semakin tinggi tingkat suku bunga bank sentral, semakin rendah nilai saham di bursa. Logika di balik mekanisme suku bunga ini adalah konsep biaya peluang (*opportunity cost*). Jika Anda memegang uang tunai saat ini, Anda dapat dengan mudah memarkirnya ke dalam instrumen deposito atau obligasi pemerintah untuk memanen bunga bebas risiko. Ketika suku bunga sedang tinggi, tawaran imbal hasil bebas risiko ini menjadi sangat menarik. Keharusan untuk menanggung risiko berdarah-darah dan menunggu bertahun-tahun hingga saham mencetak laba menjadi sangat tidak masuk akal, kecuali harga saham tersebut turun drastis agar sepadan dengan risiko masa tunggunya. Itulah mengapa lonjakan suku bunga hampir selalu memukul jatuh harga saham.



Ilusi "Berita" dan Kebisingan Jangka Pendek

Mengingat ketiga faktor fundamental inilah yang menentukan nilai sebuah perusahaan, maka secara rasional, harga saham seharusnya hanya bergerak dan berfluktuasi jika muncul informasi fundamental baru—sebuah "berita"—yang secara langsung mengubah persepsi pasar terhadap arus kas, masa tunggu, atau suku bunga. Namun, di pasar modal, mendefinisikan apa yang sebenarnya dapat dikategorikan sebagai "berita" yang menggerakkan pasar adalah perkara yang sangat rumit.

Sering kali, peristiwa makro yang tampak masif di mata publik justru tidak menggerakkan jarum pasar sama sekali. Sebagai contoh, pengambilalihan raksasa pembiayaan perumahan *Fannie Mae* dan *Freddie Mac* oleh pemerintah federal Amerika Serikat pada September 2008 di puncak krisis finansial seharusnya menjadi gempa bumi yang meruntuhkan harga sekuritas. Kenyataannya, pergerakan pasar saat berita itu diumumkan relatif datar. Mengapa? Karena pasar bergerak mendahului realitas; sebagian besar pelaku pasar institusional sudah lama menganalisis data fundamental dan meyakini bahwa intervensi pemerintah federal hanyalah masalah waktu. Kebangkrutan tersebut sudah diantisipasi dan "dimasukkan ke dalam harga" (*priced in*) berminggu-minggu sebelum beritanya tayang di televisi.

Hal ini menjelaskan mengapa para akademisi dan peneliti kuantitatif sering kali gagal ketika mencoba menganalisis pergerakan harian pasar yang masif untuk mencari satu penyebab fundamental yang pasti. Tidak ada yang bisa menjelaskan secara matematis mengapa sebuah indeks pasar bisa anjlok 3% di hari Selasa dan kembali naik 3% di hari Rabu tanpa ada perubahan fundamental setitik pun. Karena tidak ada penjelasan logis yang tersedia, para reporter dan jurnalis keuangan sering kali mengisi kekosongan ini dengan narasi fiktif. Mereka memberikan penjelasan retrospektif yang sebenarnya tidak menjelaskan apa pun—seperti "pasar bergerak turun karena aksi ambil untung" atau menisbatkan pergerakan pada faktor psikologis samar alih-alih pada penyebab fundamental riil.

Pengelompokan Volatilitas (*Volatility Clustering*) dan Manajemen Risiko

Ketidakmampuan kita untuk menebak kapan "berita" akan memicu pergerakan harga menyingkap satu lagi karakteristik mengerikan dari gejolak bursa: *volatility clustering* (pengelompokan volatilitas). Data historis mengonfirmasi bahwa hari-hari dengan volatilitas yang sangat liar tidak tersebar merata secara acak sepanjang waktu; mereka cenderung datang secara berkelompok (beruntun), begitu pula dengan hari-hari yang tenang. Sebagai ilustrasi, selama rentang waktu 25 tahun dari 1988 hingga 2012, hampir separuh dari 50 pergerakan harga saham harian terbesar (paling bergejolak) terjadi bertumpuk murni hanya dalam satu tahun saja, yaitu pada tahun krisis 2008.

Fenomena pengelompokan volatilitas ini membawa implikasi strategis bagi portofolio Anda. Saat Anda membeli saham, Anda sedang memegang aset berisiko yang menawarkan satu set kombinasi antara potensi bahaya dan imbal hasil. Namun, karena volatilitas sering kali mengelompok, risiko yang melekat pada portofolio Anda tidaklah bersifat statis. Terkadang, Anda menghadapi tingkat risiko sistemik yang jauh lebih masif daripada yang Anda perkirakan di awal, dan di lain waktu pasar terasa seperti danau yang mati angin.



Karena itulah, merasa cemas, mual, atau tidak bisa tidur nyenyak selama periode kelompok volatilitas tinggi adalah respons neurologis yang sangat wajar. Untuk bertahan hidup, Anda harus mengelola tingkat kecemasan ini agar tidak berujung pada aksi likuidasi panik. Jika guncangan portofolio melebihi batas toleransi jantung Anda, tidak ada salahnya merelokasi sebagian aset dengan mengurangi porsi saham saat kondisi pasar mulai tidak menentu, dan kembali menambah porsi kepemilikan saham (*rebalancing*) saat kondisi pasar relatif lebih tenang dan Anda siap secara emosional.

Keputusan menyesuaikan portofolio ini sama sekali tidak berkaitan dengan upaya menebak apakah harga saham saat ini sedang "terlalu mahal" atau "terlalu murah". Ini murni tentang mengkalibrasi ulang seberapa besar risiko nominal yang sanggup Anda tanggung. Selama Anda menggunakan waktu sebagai sekutu utama Anda dan mengelola kapasitas mental Anda dalam menyerap volatilitas, Anda memastikan bahwa Anda tidak akan terlempar keluar dari pasar modal sebelum keajaiban imbal hasil jangka panjang sempat membuahkan hasil.



BAB 5
RISIKO, IMBAL HASIL YANG DIHARAPKAN, DAN DIVERSIFIKASI

5.1 PARADOKS "MAKAN ENAK" DAN "TIDUR NYENYAK" *TRADE-OFF* RISIKO DAN HASIL

Pada rentetan pembahasan sebelumnya, kita telah membedah secara empiris bagaimana wujud imbal hasil (*return*) dan volatilitas saham jika dilihat dari kacamata historis. Data masa lalu telah membuktikan bahwa penciptaan kekayaan yang masif sangat mungkin terjadi, namun selalu diiringi oleh fluktuasi harga yang brutal. Kini, kita harus menghadapi sebuah pertanyaan fundamental yang paling sering diajukan oleh para penasihat investasi kepada kliennya: Apakah Anda ingin "makan enak" atau "tidur nyenyak"?

Pertanyaan analogis ini merangkum esensi dari hukum paling absolut di pasar modal, yakni pertukaran (*trade-off*) antara tingkat risiko yang berani diambil dengan jumlah keuntungan yang diharapkan. Seseorang yang ingin "makan enak" (mendapatkan keuntungan besar untuk membangun kekayaan secara agresif) harus menaruh modalnya pada aset berisiko tinggi seperti ekuitas saham. Konsekuensinya, ia harus mengorbankan kenyamanan psikologisnya dan bersiap menghadapi malam-malam tanpa tidur ketika pasar sedang terkoreksi tajam. Sebaliknya, seseorang yang memilih untuk "tidur nyenyak" (merasa tenang, aman, dan bebas dari gejolak) harus memarkir dananya pada instrumen bebas risiko seperti obligasi pemerintah atau deposito. Harga yang harus ia bayar atas kenyamanan tidur tersebut adalah laju pertumbuhan uang yang lambat, yang mungkin hanya cukup untuk sekadar makan seadanya di masa depan. Anda tidak bisa mendapatkan keduanya secara maksimal di saat yang bersamaan. Memahami *trade-off* ini adalah langkah pertama menuju kedewasaan finansial.

Eksperimen Pemikiran: Harga dari Sebuah Kepastian

Untuk mengilustrasikan perbedaan psikologis dan matematis antara situasi yang aman dan berisiko ini ke dalam mekanisme pasar, mari kita gunakan sebuah eksperimen pemikiran sederhana berupa dua permainan lempar koin. Pada permainan pertama, aturan mainnya bersifat absolut dan aman: terlepas dari apakah koin tersebut jatuh menunjukkan sisi angka atau sisi gambar, Anda dijamin akan mendapatkan uang sebesar Rp10.000.000. Pada permainan kedua, situasinya sarat akan risiko: Anda akan mendapatkan Rp20.000.000 jika koin menunjukkan sisi angka, namun Anda tidak akan mendapatkan apa pun (Rp0) jika koin menunjukkan sisi gambar. Pertanyaannya, berapa banyak uang yang bersedia Anda bayarkan sebagai "harga tiket" untuk berpartisipasi dalam masing-masing permainan ini?

Jawaban atas nominal tiket tersebut akan mencerminkan apakah Anda lebih memilih untuk "makan enak" atau "tidur nyenyak". Jika Anda seperti kebanyakan manusia rasional, Anda mungkin bersedia membayar hingga batas maksimal Rp10.000.000 untuk mengikuti permainan pertama, karena uang Anda terjamin kembali sepenuhnya (meskipun Anda tidak mendapat untung, posisi Anda aman). Namun, Anda sama sekali tidak akan sudi membayar Rp10.000.000 untuk permainan kedua, meskipun secara probabilitas matematis, nilai harapan (*expected value*) dari permainan kedua tersebut juga sama-sama Rp10.000.000 (peluang 50% dikalikan Rp20 juta).



Untuk bersedia memainkan permainan kedua yang tidak pasti, Anda akan menuntut harga diskon. Anda mungkin hanya bersedia membayar Rp8.000.000 untuk membelinya. Selisih Rp2.000.000 inilah yang disebut sebagai "premi risiko"—sebuah ekspektasi keuntungan ekstra yang menjadi syarat wajib agar minat Anda terpancing untuk mengambil risiko di mana Anda bisa kehilangan seluruh modal Anda. Skenario ini menggambarkan salah satu karakteristik terpenting yang menggerakkan roda pasar keuangan: Anda bisa memilih untuk bermain aman, atau Anda bisa mengejar imbal hasil yang besar. Namun, persaingan pasar yang ketat tidak akan pernah mengizinkan Anda untuk mendapatkan keduanya sekaligus.

Kompetisi Pasar dan Ilusi "Makan Siang Gratis"

Mengapa Anda tidak bisa mendapatkan kepastian dan keuntungan secara bersamaan? Mari kita uji logika pasar bebas. Misalkan Anda mencoba mengakali sistem pada permainan pertama yang aman tadi. Anda memutuskan untuk menurunkan tawaran tiket Anda; Anda menawar untuk membeli hak bermain di permainan pertama itu dengan harga hanya Rp9.000.000. Logika Anda berbunyi: jika saya bisa membeli tiket permainan ini seharga Rp9 juta dan kepastian imbalannya adalah Rp10 juta, saya baru saja mencetak keuntungan bebas risiko sebesar Rp1.000.000 secara instan. Ini adalah definisi sesungguhnya dari "makan siang gratis".

Bagi Anda, itu adalah kesepakatan yang sangat luar biasa. Namun di dunia nyata, sebagai penyelenggara permainan (atau pihak yang menjual sekuritas), saya tentu tidak akan sudi menerima tawaran rendah Anda tersebut. Lebih jauh lagi, alasan paling brutal mengapa strategi "mencari kepastian yang murah" itu tidak akan pernah berhasil adalah karena keberadaan partisipan pasar yang lain. Meskipun saya butuh uang dan terpaksa harus menjual hak permainan ini, saya tidak harus memainkannya bersama Anda.

Pasar modal adalah arena kompetisi berdarah. Jika saya menawarkan permainan bebas risiko bernilai Rp10.000.000 ini ke publik, persaingan akan langsung bereaksi. Mungkin awalnya ada yang menawar Rp9 juta seperti Anda, namun investor lain yang puas dengan keuntungan Rp500 ribu akan menawar Rp9.500.000. Investor yang lebih konservatif lagi akan datang dan menawar Rp9.900.000, lalu Rp9.999.000. Pada akhirnya, akan selalu ada pihak yang bersedia menyetor modal mendekati angka Rp10.000.000 sebagai imbalan atas pembayaran Rp10.000.000 yang terjamin tersebut. Persaingan massal yang efisien ini secara otomatis melindungi pihak penjual agar tidak perlu menerima kesepakatan yang merugikan. Kompetisi pasar inilah yang dengan cepat memusnahkan setiap ilusi "makan siang gratis" dan memaksa harga setiap instrumen investasi tunduk pada realitas *trade-off* antara risiko dan imbal hasil.

5.2 KETIDAKPASTIAN RISIKO SISTEMATIS DAN RISIKO SPESIFIK

Untuk dapat mengelola *trade-off* antara risiko dan imbal hasil, kita tidak bisa sekadar memandang risiko sebagai satu entitas tunggal yang gelap dan menakutkan. Dalam ilmu keuangan modern, risiko harus dibedah menjadi dua anatomi yang sama sekali berbeda: Risiko Spesifik (*Unsystematic/Idiosyncratic Risk*) dan Risiko Sistematis (*Systematic/Market Risk*).



Keduanya memiliki sumber ancaman, karakteristik, dan cara penanganan yang sepenuhnya berbeda.

Risiko Spesifik adalah bahaya yang melekat murni pada satu perusahaan atau satu sektor industri tertentu. Ini adalah ketidakpastian level mikro. Misalnya, risiko bahwa CEO dari perusahaan tempat Anda berinvestasi terjerat skandal korupsi, risiko pabrik perakitan utama mereka terbakar habis, atau risiko bahwa produk inovasi terbaru mereka gagal total di pasaran. Jika Anda menaruh seluruh uang Anda hanya pada saham satu perusahaan ini, Anda menanggung 100% risiko spesifik tersebut. Jika perusahaan itu hancur karena kesalahan internal, kekayaan Anda ikut hancur tak bersisa.

Di sisi lain, Risiko Sistematis adalah bahaya makroekonomi yang menyapu seluruh lanskap pasar tanpa pandang bulu, terlepas dari seberapa hebat, bersih, atau efisiennya manajemen sebuah perusahaan. Risiko ini bersumber dari tekanan eksternal seperti lonjakan inflasi global, kenaikan tingkat suku bunga bank sentral yang agresif, resesi ekonomi, ketegangan geopolitik, hingga bencana pandemi global. Saat krisis sistematis ini menghantam, hampir seluruh harga saham di bursa akan ikut terseret turun—dari saham perusahaan teknologi raksasa yang paling inovatif hingga bank konvensional yang paling konservatif sekalipun. Risiko sistematis ini ibarat gravitasi bumi; tidak ada satu pun aset ekuitas di pasar modal yang bisa melarikan diri dari tarikannya.

Mengevaluasi Keputusan: Kesepakatan yang Baik versus Hasil yang Buruk

Ketika kita berhadapan dengan dua wajah ketidakpastian ini di dunia nyata, para investor sering kali terjebak pada bias hasil (*outcome bias*). Untuk menjadi investor yang rasional, kita harus mampu menarik garis pemisah yang tegas antara "kesepakatan yang buruk" (*bad deal*) dan "kesepakatan yang baik namun berakhir dengan hasil yang buruk" (*good deal with a bad outcome*).

Mari kita kembali pada analogi permainan lempar koin berisiko dari sub-bab sebelumnya, di mana Anda memiliki peluang 50% untuk memenangkan Rp20.000.000 atau 50% peluang tidak mendapatkan apa-apa. Nilai harapan matematis (*expected value*) dari permainan ini adalah Rp10.000.000. Jika Anda dan seorang teman sama-sama rasional dan setuju untuk membayar harga tiket hanya sebesar Rp8.000.000 guna mengikuti permainan tersebut, maka Anda berdua baru saja mendapatkan "kesepakatan yang baik". Anda membeli aset bernilai ekspektasi Rp10 juta dengan harga diskon Rp8 juta.

Lalu koin dilempar. Teman Anda mendapatkan sisi angka dan pulang membawa Rp20.000.000, sementara Anda mendapatkan sisi gambar dan kehilangan seluruh uang Rp8.000.000 Anda. Apakah keputusan Anda membeli tiket tersebut tiba-tiba berubah menjadi "kesepakatan yang buruk"? Tentu saja tidak. Apa pun hasil akhirnya, kesepakatan awal tersebut tetaplah sebuah keputusan finansial yang brilian dan asimetris secara peluang. Anda tidak membuat kesepakatan yang buruk; Anda murni hanya sedang mengalami nasib sial dari probabilitas. Dalam berinvestasi di pasar saham, sebuah keputusan analitis yang sangat baik—membeli perusahaan berfundamental kuat dengan harga murah—terkadang bisa berujung pada kerugian karena hantaman risiko sistematis yang tak terduga. Sebuah hasil yang buruk tidak serta-merta menganulir kualitas keputusan awal Anda.



Kabut Ketidakpastian dan Lahirnya Premi Risiko Ekuitas

Meski analogi koin sangat membantu menjernihkan logika probabilitas, ia memiliki satu kelemahan fatal jika disandingkan dengan bursa saham. Permainan lempar koin memiliki probabilitas dan imbalan yang transparan (50/50 dan hadiah yang pasti nominalnya). Sebaliknya, di pasar saham, kita dihadapkan pada kabut ketidakpastian yang absolut. Sering kali, kita tidak bisa memastikan secara matematis apakah suatu saham yang sedang anjlok adalah penawaran yang menguntungkan atau justru sebuah jebakan.

Dalam realitas investasi, kita tidak pernah mengetahui secara pasti berapa peluang sukses sebuah bisnis, tidak mengetahui berapa nilai pasti arus kas di masa depan, dan tidak tahu kapan imbal hasil tersebut akan terealisasi di harga saham. Yang lebih mengerikan lagi, kita bahkan tidak mengetahui secara pasti apa konsensus atau ekspektasi riil dari jutaan pelaku pasar lainnya mengenai estimasi angka-angka tersebut. Karena kita tidak pernah bisa melihat ekspektasi pasar secara transparan, kita pun pada hakikatnya tidak akan pernah bisa mengukur "risiko sesungguhnya" dari suatu saham dengan presisi desimal. Para akademisi dan praktisi keuangan bahkan hingga detik ini terus berdebat tanpa henti mengenai rumusan tolok ukur risiko yang paling akurat.

Meskipun pengukurannya tidak pernah sempurna, para gladiator di pasar modal telah menyepakati satu mekanisme kompensasi universal untuk menanggung semua kebutaan dan ketidakpastian tersebut. Mekanisme ini disebut sebagai **Premi Risiko Ekuitas** (*Equity Risk Premium*).

Premi Risiko Ekuitas adalah sebuah estimasi konsensus yang masuk akal mengenai seberapa besar selisih *tambahan* imbal hasil yang dituntut secara kolektif oleh para investor saat mereka menaruh uang di saham, dibandingkan dengan jika mereka memarkir uangnya di aset yang sangat aman (seperti surat utang negara atau deposito bank yang diasuransikan). Jika obligasi pemerintah memberikan imbal hasil pasti sebesar 5% per tahun, dan pasar menuntut premi risiko ekuitas sebesar 6%, maka secara rata-rata, investor menolak untuk membeli saham kecuali saham tersebut diproyeksikan mampu memberikan imbal hasil setidaknya 11% per tahun. Premi Risiko Ekuitas inilah yang pada akhirnya menjadi jangkar yang menentukan apakah sebuah "kesepakatan" di dalam kabut pasar modal layak untuk diambil atau ditinggalkan.

5.3 MENGKALKULASI ANATOMI IMBAL HASIL YANG DIHARAPKAN (*EXPECTED RETURN*)

Setelah mengenali jenis risikonya, kita dapat menghubungkannya dengan konsep Imbal Hasil yang Diharapkan (*Expected Return*). Ekspektasi imbal hasil bukanlah sebuah janji pasti, melainkan nilai rata-rata dari seluruh probabilitas kejadian di masa depan, yang ditimbang berdasarkan bobot peluangnya masing-masing. Ketika Anda membeli instrumen berisiko tinggi, Anda secara matematis berhak menuntut *expected return* yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas penderitaan yang mungkin Anda alami.

Namun, di sinilah letak ironi sekaligus kejeniusan dari mekanisme pasar modal: bursa hanya akan memberikan kompensasi imbal hasil tambahan (premi risiko) untuk Risiko



Sistematis yang Anda tanggung. Pasar tidak akan pernah memberikan kompensasi sepeser pun atas Risiko Spesifik yang Anda ambil.

Mengapa demikian? Karena pasar berasumsi bahwa Risiko Spesifik adalah "risiko bodoh" yang sebenarnya bisa dihilangkan dengan mudah tanpa harus dibayar. Jika Anda bertaruh dengan menaruh seluruh tabungan Anda pada satu saham perusahaan maskapai penerbangan, dan maskapai itu bangkrut karena kecelakaan, pasar tidak akan mengasihani Anda atau memberi imbal hasil tambahan karena Anda berani mengambil risiko besar. Pasar menganggap Anda ceroboh. Oleh karena itu, tugas utama seorang investor cerdas bukanlah mencari kompensasi dari risiko-risiko mikro sebuah perusahaan, melainkan menemukan cara untuk memusnahkan risiko spesifik tersebut dari dalam portofolionya.

Premi Risiko Ekuitas: Mengukur Ekspektasi Pasar

Untuk mengetahui seberapa besar kompensasi yang layak dituntut atas risiko sistematis, kita menggunakan konsep **Premi Risiko Ekuitas** (*Equity Risk Premium*). Secara teori, kita bisa mendapatkan estimasi yang cukup akurat mengenai imbal hasil dari "aset aman" (*risk-free rate*) dengan sangat mudah—cukup melihat tingkat suku bunga obligasi pemerintah (seperti *Treasury Bills*) di internet atau menghubungi pialang. Masalah peliknya terletak pada upaya memperoleh estimasi *imbal hasil yang diharapkan dari pasar saham* itu sendiri. Ekspektasi pasar adalah angka gaib yang tidak tercetak di layar mana pun.

Oleh karena itu, para analis keuangan sering kali menoleh ke belakang untuk mencari proksi. Data historis di Amerika Serikat selama periode panjang 1928–2011 menunjukkan bahwa saham menghasilkan tingkat imbal hasil tahunan rata-rata (nominal) sebesar 9,23%. Di periode yang sama, instrumen investasi yang paling aman, yaitu surat utang pemerintah jangka pendek (*Treasury Bills*), memberikan imbal hasil rata-rata sebesar 3,61%. Selisih antara keduanya (9,23% dikurangi 3,61%) adalah 5,62%. Angka 5,62% inilah yang secara historis disebut sebagai premi risiko ekuitas.

Namun, ada catatan akademis yang sangat penting: angka 9,23% maupun 5,62% tersebut merupakan nilai *ex post*—yaitu nilai yang *benar-benar terealisasi* di akhir periode, bukan nilai yang *diharapkan sebelumnya* (secara sadar) oleh para pelaku pasar di tahun 1928.

Tantangan Estimasi dan Realitas Kekecewaan

Meskipun nilai terealisasi masa lalu (*ex post*) ini adalah estimasi terbaik yang bisa kita peroleh, bukan berarti estimasi tersebut sempurna secara teori. Namun, jika kita berasumsi bahwa imbal hasil saham yang terwujud dari tahun 1928 hingga 2011 tersebut tidak melenceng terlalu jauh dari ekspektasi rata-rata investor pada masa itu, maka kita bisa menggunakan angka 5,62% sebagai patokan premi risiko ekuitas.

Namun awas, premi risiko ekuitas sebesar 5,62% dari masa lalu tidak menunjukkan hasil *pasti* yang akan Anda peroleh jika berinvestasi di pasar saham esok hari. Angka tersebut murni mengindikasikan bahwa *jika* kondisi psikologis pasar saat ini persis sama dengan kondisi rata-rata masa lalu, maka konsensus pasar menyatakan bahwa saham *seharusnya* memberikan imbal hasil 5,62% lebih tinggi dibandingkan investasi yang aman. Jika di masa depan realisasinya sesuai dengan ekspektasi matematis tersebut, maka total keuntungan Anda adalah imbal hasil dari aset aman saat itu ditambah dengan premi 5,62% tersebut.



Terdapat banyak faktor ketidakpastian dalam menggunakan data masa lalu untuk meramal masa depan, namun setidaknya kita kini memiliki jangkar kuantitatif untuk membentuk ekspektasi, alih-alih menebak buta. Metode estimasi ini juga dapat disesuaikan; misalnya, analis mungkin lebih suka membandingkan imbal hasil saham dengan obligasi pemerintah bertenor 10 tahun (bukan 3 bulan), atau menggunakan rentang waktu sampel yang lebih singkat untuk menangkap tren ekonomi terkini.

Namun, sampel waktu yang lebih singkat bisa membongkar realitas yang pahit. Perlu dicatat bahwa perhitungan yang menggunakan rentang data tahun 2002 hingga 2011 menghasilkan estimasi premi risiko ekuitas yang bernilai negatif. Mengapa? Karena pada dekade tersebut, pasar dihantam dua krisis besar (kebangkrutan *dot-com* dan krisis finansial 2008), sehingga saham justru kalah dari obligasi pemerintah. Tentu saja, para investor di tahun 2002 sama sekali tidak berekspektasi untuk memperoleh imbal hasil yang lebih rendah dari deposito saat mereka membeli saham, namun realitasnya dekade tersebut adalah "dekade yang hilang" (*lost decade*) bagi ekuitas. Realitas negatif ini menegaskan kembali pelajaran fundamental tentang pasar modal: ekspektasi matematis adalah satu hal, namun kita tidak selalu mendapatkan apa yang kita harapkan.

5.4 DIVERSIFIKASI SATU-SATUNYA "MAKAN SIANG GRATIS" DI PASAR MODAL

Di titik inilah kita diperkenalkan pada strategi pertahanan paling legendaris dalam sejarah investasi: Diversifikasi. Jika di bab sebelumnya kita sepakat bahwa hukum termodinamika keuangan menyatakan "tidak ada yang namanya makan siang gratis", maka diversifikasi adalah satu-satunya anomali yang mendobrak hukum tersebut. Diversifikasi adalah hal yang paling mendekati konsep "makan siang gratis" (mendapatkan keuntungan tanpa biaya atau risiko tambahan) yang bisa Anda temukan di bursa saham.

Pertahanan ini menjadi sangat krusial ketika kita berhadapan dengan masalah "Angsa Hitam" (*Black Swan*). Saat kita menggunakan data historis untuk merumuskan ekspektasi keuangan, masalah *Black Swan* memberikan peringatan filosofis yang sangat elegan: sekadar karena suatu peristiwa ekstrem belum pernah terjadi, bukan berarti peristiwa tersebut tidak akan pernah terjadi di masa depan. Jika Anda mengamati distribusi imbal hasil saham indeks Dow-Jones selama kurun waktu 80 tahun, grafiknya membentuk pola yang mendekati distribusi normal, di mana sebagian besar imbal hasil tahunan berkerumun dengan aman di kisaran 10% hingga 30%.

Pada tahun terburuk dalam rentang sampel 80 tahun tersebut, seorang investor tercatat bisa kehilangan sekitar separuh (50%) dari nilai investasinya. Anda mungkin merasa sanggup menanggung kerugian tersebut jika Anda menganggapnya sebagai batas dasar (dampak terburuk) yang bisa ditimbulkan oleh pasar saham. Namun, logika *Black Swan* menyadarkan kita bahwa angka 50% itu bukanlah dampak terburuk yang *pasti*; angka tersebut hanyalah skenario terburuk yang pernah kita saksikan *sejauh ini*. Pasar saham secara fundamental dan struktural bisa saja berkinerja jauh lebih buruk lagi.

Untuk membentengi diri dari jurang ketidakpastian yang tak berdasar tersebut, mekanisme diversifikasi bekerja layaknya keajaiban matematika. Mari kita sederhanakan dengan sebuah contoh. Misalkan Anda memiliki modal sebesar Rp20.000.000, dan di dunia ini hanya terdapat dua pilihan perusahaan: IBM (sektor teknologi) dan Coca-Cola (sektor



konsumsi). Jika Anda mengambil risiko penuh dengan menaruh seluruh dana (Rp20.000.000) pada IBM, Anda sangat bergantung pada satu nasib. Jika saham IBM naik 20%, dana Anda menjadi Rp24.000.000; sebaliknya, jika sahamnya anjlok 20%, dana Anda menyusut menjadi Rp16.000.000.

Bagaimana jika Anda membagi dana tersebut masing-masing Rp10.000.000 pada IBM dan Coca-Cola? Jika nasib ekonomi makro sedang seragam dan kedua saham tersebut sama-sama naik 20% (atau sama-sama turun 20%), maka hasil akhir portofolio Anda tidak akan berbeda dibandingkan jika Anda menaruh seluruh dana pada IBM. Anda tetap mengalami kenaikan atau penurunan sebesar 20%. Namun, manfaat magis dari diversifikasi muncul karena realitas bisnis menyatakan bahwa pergerakan harga saham perusahaan dari industri yang berbeda (seperti IBM dan Coca-Cola) jarang sekali bergerak searah secara absolut. Keuntungan 20% yang sedang dinikmati oleh saham Coca-Cola dapat secara sempurna mengimbangi kerugian 20% yang mungkin sedang menimpa saham IBM akibat masalah internal mereka.

Secara kuantitatif, memiliki dua saham perusahaan dari industri yang tidak saling berhubungan (*uncorrelated*) alih-alih satu saham dapat mengurangi variasi atau fluktuasi portofolio Anda sebesar rata-rata 25%. Menambahkan saham ketiga dapat menurunkannya lebih jauh hingga sekitar 40%. Para peneliti keuangan menemukan bahwa Anda akan memperoleh sebagian besar manfaat maksimal dari diversifikasi ini ketika portofolio Anda telah mencakup sekitar 15 hingga 20 saham dari berbagai sektor yang berbeda (bank, pertambangan, telekomunikasi, ritel, kesehatan).

Melalui penyebaran modal ini, Anda pada dasarnya sedang menghancurkan Risiko Spesifik (risiko non-sistemik) hingga nyaris mendekati angka nol persen. Peristiwa negatif yang memengaruhi satu atau dua perusahaan—seperti inovasi IBM yang gagal di pasaran—kemungkinan besar akan dinetralisir oleh kinerja cemerlang di perusahaan lain. Hebatnya, meskipun Anda telah menurunkan tingkat variasi risiko portofolio secara radikal, tingkat Imbal Hasil yang Diharapkan (*Expected Return*) dari portofolio Anda sama sekali tidak ikut turun. Anda mendapatkan perlindungan mutlak secara gratis tanpa harus mengorbankan potensi keuntungan rata-rata dari pasar modal.

Akan tetapi, batasan dari keajaiban ini juga harus dipahami secara jernih. Sebanyak apa pun saham yang Anda miliki, Anda tidak akan pernah bisa menghilangkan variasi imbal hasil secara total. Bahkan jika Anda memegang 1.000 saham perusahaan berbeda sekalipun, imbal hasil portofolio Anda akan tetap memiliki tingkat fluktuasi residu sekitar 40% dari fluktuasi satu saham tunggal. Sisa pergerakan yang tidak bisa dihapus ini adalah wujud murni dari Risiko Sistematis—yakni bahaya makroekonomi yang mengikat sistem keuangan secara keseluruhan. Meskipun kita tidak bisa melarikan diri dari risiko sistematis pasar, kemampuan meniadakan porsi risiko spesifik secara cuma-cuma inilah yang menjadikan instrumen berisi ratusan saham sekaligus, seperti Reksa Dana Indeks atau ETF, sebagai kendaraan yang paling perkasa bagi para investor rasional.

5.5 MERAJUT PORTOFOLIO OPTIMAL DAN MENEMUKAN BATAS TOLERANSI

Setelah diversifikasi memusnahkan seluruh risiko spesifik perusahaan, satu-satunya bahaya yang tersisa di portofolio Anda hanyalah Risiko Sistematis (fluktuasi pasar secara keseluruhan). Langkah terakhir dalam meracik DNA investasi Anda adalah menentukan



seberapa besar porsi risiko sistematis ini yang sanggup dicerna oleh mental dan kondisi finansial Anda. Ini membawa kita kembali pada pertanyaan favorit para penasihat investasi: Apakah Anda ingin "makan enak" atau "tidur nyenyak"?

Hanya Anda sendiri yang pada akhirnya mengetahui jawaban atas pertanyaan tersebut, dan kemungkinan besar, pilihan Anda akan terus berevolusi seiring berjalannya fase kehidupan. Tidak ada satu rumus matematis universal untuk mengetahui preferensi atau toleransi risiko seseorang. Sebagian besar perusahaan penasihat investasi biasanya menggunakan instrumen survei atau kuesioner psikometrik singkat untuk memetakan profil Anda. Dari skor survei tersebut, investor diklasifikasikan ke dalam berbagai spektrum, mulai dari tipe "sangat konservatif" yang mengutamakan keamanan modal, hingga "sangat agresif" yang siap menanggung gejolak demi imbal hasil maksimal.

Namun, penasihat investasi yang andal memahami bahwa toleransi risiko tidak hanya diukur dari keberanian mental, melainkan dari gambaran utuh neraca kehidupan Anda. Posisi keuangan Anda bergantung pada lebih dari sekadar portofolio di bursa saham; ia sangat dipengaruhi oleh stabilitas pendapatan di dunia nyata (*human capital*). Sebagai contoh, seorang guru pegawai negeri memiliki tingkat keamanan kerja dan kepastian gaji bulanan yang jauh lebih tinggi dibandingkan seorang wirausahawan pemilik usaha kecil yang pemasukannya fluktuatif. Berkat fondasi pendapatan yang stabil tersebut, sang guru secara teori memiliki kapasitas untuk mengambil risiko investasi yang jauh lebih besar di pasar modal dibandingkan sang pengusaha yang sudah menanggung banyak risiko di bisnis aslinya.

Siklus Hidup dan Batas Efisiensi (*Efficient Frontier*)

Penyelesaian dari paradoks antara risiko dan kenyamanan ini disebut sebagai merancang portofolio di atas *Efficient Frontier* (Batas Efisiensi). Alih-alih memilih secara ekstrem antara menaruh 100% uang di saham (sangat berisiko) atau 100% uang di deposito (sangat aman), investor rasional akan mengombinasikan berbagai kelas aset yang sudah terdiversifikasi sempurna tersebut berdasarkan cakrawala waktu investasinya.

Seiring berjalannya waktu, toleransi risiko Anda secara alamiah akan berubah mengikuti sisa usia. Orang yang lebih muda memiliki cakrawala waktu (horizon investasi) yang membentang puluhan tahun, memberikan mereka keleluasaan untuk menunggu pasar pulih dari krisis. Jika Anda adalah seorang pekerja muda yang agresif dengan horizon waktu 30 tahun, meracik portofolio berisi 80% ETF Saham dan 20% Obligasi mungkin adalah titik ekuilibrium yang ideal—Anda "makan sangat enak" di masa depan, dan masih memiliki sedikit bantalan untuk bisa tidur saat terjadi gejolak.

Sebaliknya, jika Anda adalah seorang pensiunan dengan cakrawala investasi yang menyempit dan sangat bergantung pada pencairan dana tersebut untuk biaya hidup bulan depan, mengalokasikan 30% ETF Saham dan 70% Obligasi adalah batas efisiensi yang tepat. Porsi saham yang kecil memastikan daya beli uang Anda tidak mati ditelan inflasi, sementara jangkar obligasi yang besar memastikan Anda tidak terkena serangan jantung saat berita resesi mendominasi layar televisi. Bagi investor yang tidak ingin pusing menyesuaikan alokasi ini secara manual setiap tahunnya, industri keuangan telah menciptakan Reksa Dana Berbasis Siklus Hidup (*Life-Cycle Funds* atau *Target-Date Funds*). Instrumen pintar ini akan secara



otomatis memindahkan porsi aset Anda dari saham yang agresif menuju obligasi yang aman secara bertahap seiring dengan bertambahnya usia Anda.

Ilusi dan Realitas Diversifikasi Internasional

Dalam upaya merajut portofolio yang paling optimal, banyak investor mulai menyadari bahwa bursa saham Amerika Serikat (seperti NYSE dan NASDAQ) hanya mewakili sekitar sepertiga dari total nilai kapitalisasi pasar saham di seluruh dunia. Logika diversifikasi memunculkan pertanyaan baru: Apakah memperluas keranjang hingga mencakup investasi internasional (bursa luar negeri) dapat membantu menurunkan risiko portofolio?

Jawabannya adalah ya, namun dengan batasan yang sangat tegas. Mengoleksi saham dari bursa Eropa atau Asia memang melindungi portofolio Anda dari resesi lokal yang hanya menimpa satu negara. Akan tetapi, berbagai studi empiris menunjukkan bahwa korelasi antar-bursa global saat ini sudah sangat erat. Ketika krisis keuangan global yang masif meletus (seperti krisis 2008), kepanikan akan menyebar ke seluruh dunia secara instan. Diversifikasi internasional terbukti tidak mampu melindungi Anda dari kejatuhan krisis sistemik berskala global.

Lebih jauh lagi, berinvestasi langsung di bursa asing menghadirkan lapisan kerumitan yang menakutkan bagi investor ritel. Anda akan langsung terekspos pada risiko nilai tukar mata uang (kurs), risiko ketidakstabilan politik negara tujuan, hingga kendala informasi akibat perbedaan standar regulasi dan prosedur akuntansi. Belum lagi adanya risiko hukum berupa pembatasan repatriasi, di mana negara berkembang tiba-tiba melarang modal asing ditarik kembali ke negara asal saat krisis terjadi.

Terlepas dari ranjau-ranjau tersebut, mengoleksi kepemilikan di perusahaan multinasional asing sering kali tetap terlalu menggoda untuk dilewatkan. Untuk memecahkan kerumitan logistik ini, pasar modal menciptakan solusi parsial yang elegan melalui instrumen *American Depositary Receipts* (ADR).

Skema ADR dirancang untuk mempermudah investor menembus batas geografis tanpa kerumitan administrasi. Dalam skema ini, sebuah lembaga perbankan raksasa di negara asal Anda akan memborong saham dari perusahaan asing tersebut langsung dari bursa lokalnya. Lembaga keuangan ini kemudian mengunci saham-saham tersebut di dalam brankas mereka, lalu menerbitkan sebuah instrumen sertifikat klaim atas saham tersebut kepada publik. Sertifikat turunan inilah yang disebut ADR.

Melalui ADR, Anda secara teknis bukanlah pemilik langsung tercatat dari perusahaan asing tersebut di mata hukum negara asalnya; pihak yang menjadi pemilik sah adalah lembaga keuangan sponsor. Ketika perusahaan asing membagikan labanya, dividen tersebut ditransfer kepada lembaga keuangan, yang kemudian menukarkannya ke mata uang lokal Anda dan meneruskannya ke rekening Anda. Keuntungan utamanya adalah ADR didaftarkan dan diperdagangkan secara publik di bursa saham lokal Anda (misalnya di bursa AS dan dihargai dalam Dolar AS), sehingga memudahkan Anda untuk membeli atau mencairkan investasi asing tersebut secepat kilat. Sebagai kompensasi atas kemudahan ini, ADR hanya mengenakan biaya operasional yang sangat kecil (beberapa sen per unit setiap tahunnya).



Pada akhirnya, merajut portofolio yang optimal mengajarkan kita bahwa berinvestasi bukanlah tentang memiliki bola kristal untuk menebak harga, melainkan murni merupakan seni rekayasa risiko. Diversifikasi lintas sektor dan geografi adalah tameng terkuatnya, sementara pengenalan diri yang jujur akan toleransi risiko dan cakrawala waktu adalah kompas utamanya.



BAB 6
MENENTUKAN BESARNYA KEUNTUNGAN ANDA

6.1 ILUSI KENDALI DAN ANATOMI PERTUMBUHAN FINANSIAL

Sejauh ini, melalui bab-bab sebelumnya, kita telah mempelajari fondasi tentang anatomi pasar modal, ekosistem para pelakunya, dan bagaimana harga sebuah sekuritas bergerak secara fluktuatif di tengah badai sentimen. Pada titik ini, pemahaman tersebut mungkin mulai memicu antusiasme di dalam diri Anda untuk segera terjun berinvestasi di pasar saham. Secara naluriah, pertanyaan pertama yang akan muncul di benak setiap investor pemula adalah: *"Perusahaan mana yang sebaiknya saya beli?"* atau *"Di sektor mana saya harus menaruh uang agar mendapatkan imbal hasil (return) tertinggi?"*

Hasrat untuk memburu "saham pemenang" ini sangat manusiawi. Namun, Anda harus menyadari satu realitas finansial yang cukup menampar: pertanyaan-pertanyaan tersebut, sekeras apa pun Anda mencari jawabannya, sebenarnya hanya mencakup sekitar sepertiga dari total persamaan yang menentukan kesuksesan investasi Anda. Ironisnya lagi, aspek "memilih aset" dan "menebak imbal hasil pasar" adalah variabel yang paling *tidak bisa* Anda kendalikan. Sepintar apa pun Anda menganalisis laporan keuangan, Anda tidak memiliki kuasa atas kebijakan suku bunga bank sentral, sentimen investor global, atau arah ekonomi makro yang pada akhirnya mendikte harga saham Anda.

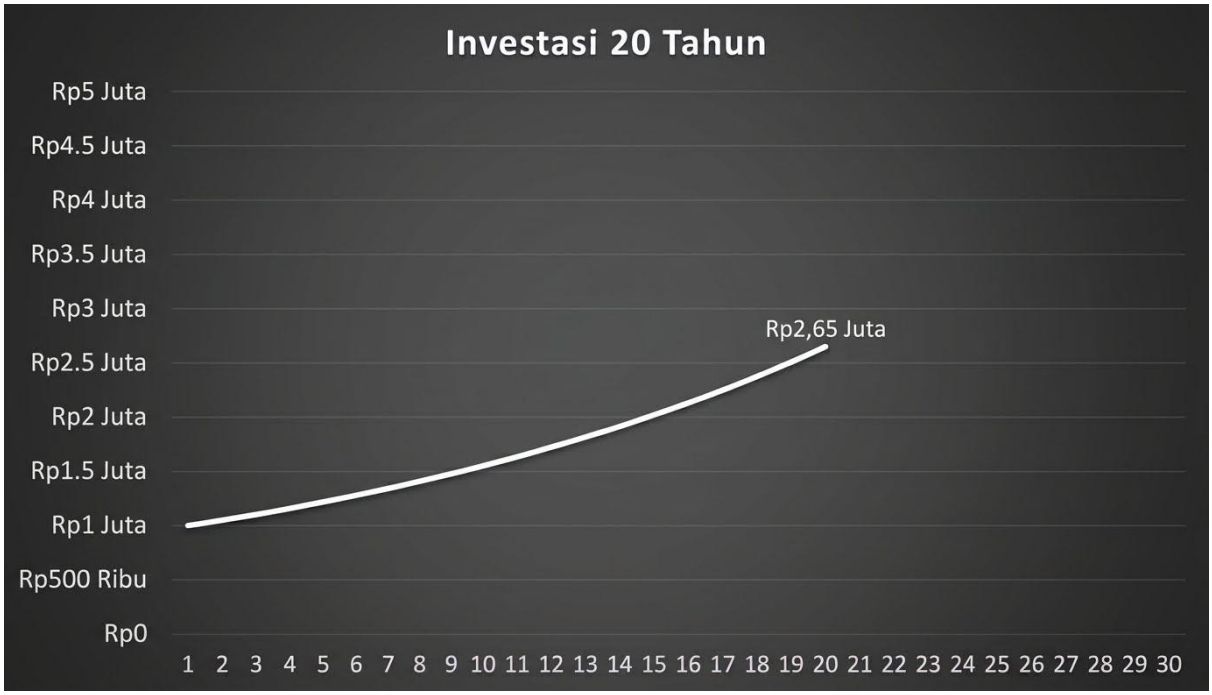
Mengejar sesuatu yang berada di luar kendali adalah resep menuju frustrasi finansial. Oleh karena itu, dalam pembahasan kali ini, kita akan mengalihkan fokus dari ilusi menebak pasar menuju sesuatu yang pasti secara matematis. Kita akan mempelajari mesin fundamental yang secara absolut menentukan seberapa besar keuntungan akhir yang akan Anda peroleh selama masa investasi Anda—apa pun jenis instrumen investasi yang pada akhirnya Anda pilih.

Contoh Numerik

- Mari kita lihat beberapa contoh numerik untuk memahami bagaimana ketiga variabel dalam rumus tersebut memengaruhi nilai akhir. Pertama, kita akan meningkatkan tingkat imbal hasil dari 5% menjadi 15%. Meningkatkan tingkat imbal hasil hingga tiga kali lipat tampak signifikan, namun jika kita memasukkan angka-angka tersebut ke dalam rumus, hasilnya adalah: Rp1.000.000 × $(1 + 15\%)^1$ = Rp1.150.000—hanya Rp100.000 lebih banyak dibandingkan dengan hasil pada tingkat 5%.
    - Pelajaran yang bisa dipetik di sini adalah bahwa untuk investasi berskala kecil dengan jangka waktu singkat, tingkat imbal hasil tidak terlalu berpengaruh terhadap jumlah uang yang pada akhirnya Anda terima.
    - Pelajaran ini penting bagi investor pada umumnya. Kebanyakan orang tidak langsung memulai investasi dengan jumlah uang yang besar. Tingkat imbal hasil yang tinggi hampir selalu dibarengi dengan risiko yang tinggi pula; tidak masuk akal untuk mengambil risiko besar demi mengejar imbal hasil yang tinggi pada jumlah investasi yang kecil.



- Alih-alih melihat apa yang terjadi saat kita mengambil risiko demi mengejar imbal hasil, mari kita lihat hasil jika jumlah investasi kita digandakan menjadi Rp2.000.000. Dengan memasukkan angka-angka tersebut ke dalam rumus, kita memperoleh: Rp2.000.000 × $(1 + 5\%)^1$ = Rp2.100.000.
  - Contoh ini mengilustrasikan dua poin. Pertama, semakin besar jumlah yang Anda investasikan, semakin besar pula hasil yang akan Anda peroleh di akhir periode investasi—asalkan tingkat imbal hasilnya positif. Hal ini sangat sederhana, sehingga banyak orang justru mengabaikannya. Salah satu cara termudah untuk memastikan Anda memiliki lebih banyak uang di masa depan adalah dengan berinvestasi lebih banyak saat ini.
  - Poin kedua adalah bahwa investasi bersifat aditif (dapat dijumlahkan). Jika Anda menggandakan jumlah investasi Anda sementara faktor lainnya tetap sama, maka jumlah uang yang Anda miliki di akhir periode pun akan menjadi dua kali lipat. Sebaliknya, jika Anda mengurangi jumlah investasi Anda hingga setengahnya, maka hasil akhir yang Anda peroleh pun hanya akan menjadi setengahnya.
- Apa yang terjadi jika Anda menginvestasikan Rp100.000.000 dengan tingkat risiko lebih tinggi, yang berpotensi memberikan imbal hasil 15% dalam setahun jika segalanya berjalan lancar? Dalam skenario ini pun, prinsip mengenai jangka waktu investasi yang singkat dan jumlah investasi yang relatif kecil tetap berlaku. Bahkan dengan imbal hasil 15%, Anda hanya akan memperoleh keuntungan sebesar Rp15.000.000 di akhir tahun—mungkin hanya Rp5.000.000 lebih banyak dibandingkan jika Anda memilih investasi yang lebih aman.
- Mari kita lihat contoh dengan mengubah jangka waktu investasi. Kita telah melihat bahwa dengan tingkat imbal hasil 5%, investasi sebesar Rp1.000.000 akan berkembang menjadi Rp1.050.000 dalam waktu 1 tahun. Jika kita mengubah jangka waktu investasi menjadi 10 tahun dan memasukkan angka-angka tersebut ke dalam rumus kita, kita memperoleh: Rp1.000.000 × $(1 + 5\%)^{10}$ = Rp1.628.900. Untuk 20 tahun, kita memperoleh Rp1.000.000 × $(1 + 5\%)^{20}$ = Rp2.653.300, dan untuk 30 tahun, kita memperoleh Rp1.000.000 × $(1 + 5\%)^{30}$ = Rp4.321.900. Untuk investasi sebesar Rp100.000.000 selama 30 tahun, kita memperoleh Rp100.000.000 × $(1 + 5\%)^{30}$ = Rp432.194.200.
- Angka-angka ini membuat kita tampak seolah-olah jenius dalam berinvestasi, padahal sebenarnya kita tidak mengambil banyak risiko ataupun memilih instrumen yang sangat unggul. Kita hanya bertahan dalam investasi untuk jangka waktu yang lama dan membiarkan efek bunga majemuk (*compounding*) bekerja untuk kita.



Setelah 20 tahun, investasi sebesar Rp1.000.000 dengan tingkat bunga 5% akan tumbuh menjadi Rp2.653.300, dengan total imbal hasil lebih dari 165%.

6.2 MEMBEDAH RUMUS BUNGA MAJEMUK

Untuk mengetahui seberapa besar gunung kekayaan yang akan Anda bangun di masa depan, kita harus membedah sebuah hukum fisika di dunia keuangan yang dikenal sebagai Bunga Majemuk (*Compounding Interest*). Albert Einstein konon pernah menyebut bunga majemuk sebagai keajaiban dunia kedelapan, di mana mereka yang memahaminya akan menghasilkannya, dan mereka yang tidak memahaminya akan membayarnya. Kekuatan bunga majemuk tidak bergerak secara garis lurus (linear), melainkan secara eksponensial (melengkung tajam ke atas). Secara matematis, seluruh prediksi masa depan kekayaan Anda dapat diringkas ke dalam satu persamaan fundamental berikut:

$$\boldsymbol{Nilai\ Akhir = Investasi\ Awal \times (1 + Tingkat\ Imbal\ Hasil)^{Waktu\ Investasi}}$$

Persamaan ini menunjukkan bahwa *Nilai Akhir* (Terminal Value) dari investasi Anda—yakni jumlah total uang tunai yang akan Anda miliki pada masa pensiun—sama dengan jumlah modal yang Anda setorkan (Investasi Awal), dikalikan dengan (1 ditambah persentase tingkat imbal hasil yang diperoleh), dan kemudian dipangkatkan dengan jumlah periode waktu investasi Anda.

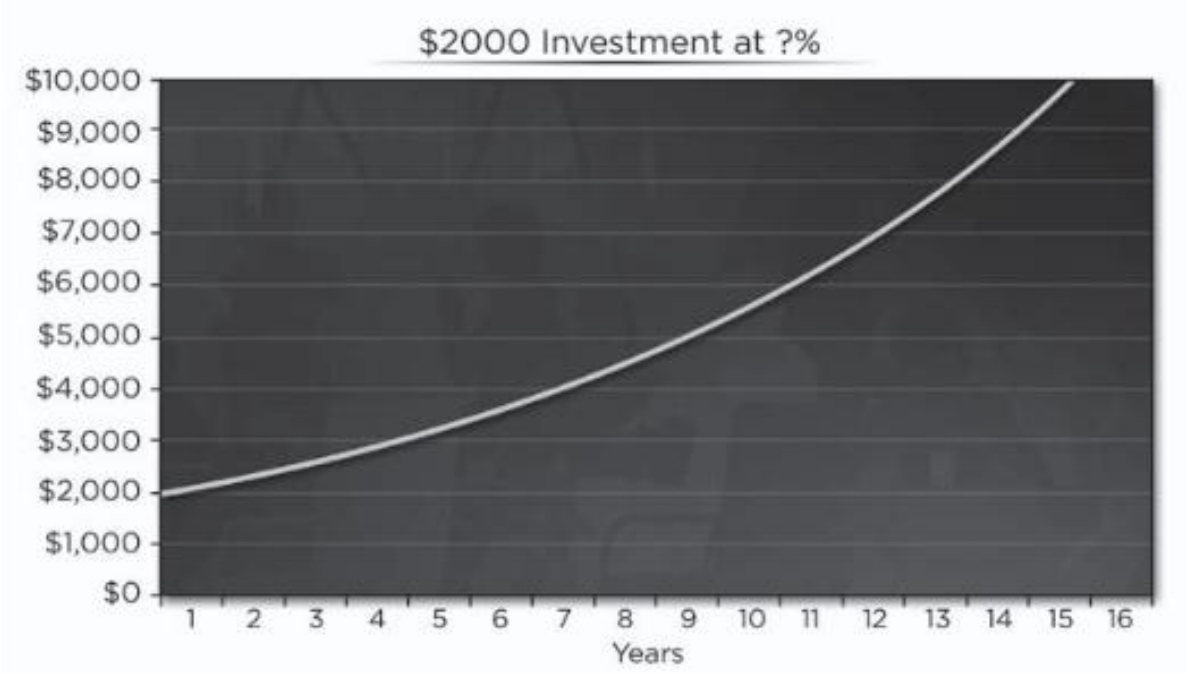
Mari kita terjemahkan rumus abstrak ini ke dalam contoh yang membumi. Jika Anda menginvestasikan modal sebesar Rp1.000.000 ke dalam sebuah aset yang memberikan tingkat imbal hasil konsisten sebesar 5% per tahun, maka di akhir tahun pertama, jumlah yang akan Anda miliki adalah Rp1.000.000 × $(1 + 0{,}05)^1$, yang menghasilkan Rp1.050.000.

Mungkin kenaikan Rp50.000 di tahun pertama terlihat sepele. Namun, keajaiban rumus ini terletak pada tahun-tahun berikutnya. Di tahun kedua, imbal hasil 5% tersebut tidak

lagi dihitung dari modal awal Rp1.000.000, melainkan dari saldo baru Anda yang sebesar Rp1.050.000. Artinya, "bunga" yang Anda hasilkan di tahun pertama kini ikut bekerja menghasilkan "bunga baru" di tahun kedua. Semakin lama uang tersebut berputar, gulungan bola salju ini akan menjadi semakin raksasa dan tidak terhentikan.

Mencapai Nilai Target

- Misalkan Anda membutuhkan sejumlah uang—katakanlah **Rp100.000.000** untuk liburan impian. Bagaimana tingkat imbal hasil (*rate of return*), investasi awal, dan jangka waktu investasi berperan dalam mencapai target tersebut?



Menghitung tingkat pengembalian yang diperlukan untuk memperoleh jumlah uang tertentu menempatkan Anda pada posisi yang lebih baik untuk mencapai target tersebut.

Mari kita lihat skenario di mana Anda menginvestasikan Rp20.000.000 selama 15 tahun. Berapa tingkat imbal hasil yang Anda perlukan untuk mencapai Rp100.000.000? Rumusnya adalah: $Rp20.000.000 \times (1 + x\%)^{15} = Rp100.000.000$. Hasilnya adalah sedikit di atas 11,3% per tahun. Katakanlah Anda hanya bisa memperoleh imbal hasil 9%—bukan 11,3%—tetapi Anda memiliki modal awal sebesar Rp25.000.000, bukan Rp20.000.000. Berapa lama Anda harus membiarkan investasi tersebut terus berjalan hingga mencapai Rp100.000.000? Berdasarkan rumus tersebut, jawabannya adalah sedikit lebih dari 16 tahun. Dalam kasus ini, investasi awal yang lebih besar hampir—meski tidak sepenuhnya—mengimbangi tingkat imbal hasil yang lebih rendah.

Berapa besar investasi yang harus Anda keluarkan jika tingkat imbal hasil yang bisa diperoleh hanya 6,5% dengan jangka waktu investasi hanya 12,5 tahun? Sayangnya, jawabannya adalah Rp45.512.400. Tentu saja, Anda bisa melakukan pembayaran berkala alih-alih hanya satu kali pembayaran di awal. Hal ini disebut sebagai anuitas. Rumus untuk menghitung nilai anuitas memang lebih rumit daripada rumus yang telah kita gunakan sebelumnya, namun konsep dasarnya sama dan hasil akhirnya pun tidak jauh berbeda. Tiga



variabel yang sama memengaruhi nilai akhir suatu anuitas: besarnya investasi, tingkat imbal hasil, dan jangka waktu investasi.

- Perbedaan terbesar antara anuitas—yang melibatkan pembayaran berkali-kali—dengan investasi satu kali adalah bahwa nilai akhir akan tumbuh jauh lebih cepat pada anuitas. Hal ini masuk akal karena dengan terus berinvestasi seiring berjalannya waktu, semakin banyak pula dana yang bekerja untuk Anda.
- Jika Anda mampu berinvestasi sebesar Rp2.500.000 per tahun, Anda memerlukan tingkat imbal hasil tahunan sedikit di atas 11,5% untuk mencapai jumlah Rp100.000.000 dalam waktu 15 tahun. Perhatikan bahwa angka ini tidak jauh berbeda dengan tingkat imbal hasil 11,3% yang kita peroleh dalam perhitungan investasi satu kali sebesar Rp20.000.000.
- Meskipun pembayaran dalam jumlah lebih kecil mungkin terasa lebih ringan seiring berjalannya waktu, total dana yang perlu Anda investasikan untuk mencapai tujuan akan lebih besar jika dilakukan melalui serangkaian investasi kecil. Hal ini dikarenakan tidak banyak dana yang bekerja untuk Anda pada periode awal jangka waktu investasi. Dalam contoh ini, 15 kali pembayaran tahunan sebesar Rp2.500.000 menghasilkan total Rp37.500.000—jumlah yang Rp17.500.000 lebih besar dibandingkan investasi satu kali sebesar Rp20.000.000.
- Kita dapat melakukan perhitungan serupa untuk menentukan jangka waktu investasi, dengan asumsi tingkat imbal hasil dan jumlah investasi telah diketahui. Jika Anda menyisihkan Rp2.500.000 per tahun dengan tingkat imbal hasil 9%, Anda akan mencapai jumlah Rp100.000.000 dalam kurun waktu antara 17 hingga 18 tahun.

Pelajaran yang bisa kita petik dari semua perhitungan ini adalah: Dalam hal berinvestasi, waktu adalah teman terbaik sekaligus musuh terburuk Anda.

6.3 TIGA PILAR PENENTU KEKAYAAN PADA VARIABEL YANG DAPAT DIKENDALIKAN

Jika kita menatap lekat-lekat pada rumus majemuk di atas, kita akan menyadari bahwa hanya ada tiga faktor absolut yang menentukan besarnya nilai akhir investasi Anda. Ketiga pilar tersebut adalah: Jumlah Investasi (Modal), Tingkat Imbal Hasil (*Return*), dan Jangka Waktu Investasi (*Time*). Membedah ketiga pilar ini akan menyadarkan Anda tentang di mana seharusnya Anda memusatkan energi dan disiplin Anda.

Pilar Pertama: Jumlah Investasi (Modal Awal dan Setoran Rutin). Ini adalah pondasi dari bangunan kekayaan Anda, dan kabar baiknya: variabel ini berada 100% di bawah kendali Anda. Berapa banyak uang yang Anda sisihkan setiap bulan sangat bergantung pada kedisiplinan Anda mengelola gaya hidup dan menunda kepuasan (*delayed gratification*). Semakin besar uang yang Anda masukkan ke dalam mesin majemuk ini di awal, semakin besar pula hasil akhirnya.

Pilar Kedua: Tingkat Imbal Hasil (Rate of Return). Seperti yang disinggung di awal bab, inilah pilar yang menghabiskan 90% perhatian para investor pemula, padahal ini adalah variabel yang paling di luar kendali manusia. Anda bisa meriset sebuah saham berhari-hari, namun Anda tidak bisa memaksa pasar untuk memberikan imbal hasil 20% tahun ini. Mencoba



memanipulasi pilar ini dengan mengambil risiko yang kelewat batas (spekulasi) sering kali berujung pada kehancuran pilar pertama (kehilangan modal). Tugas Anda hanyalah mencari imbal hasil rata-rata yang rasional, lalu membiarkan pasar bekerja.

Pilar Ketiga: Jangka Waktu (Time). Perhatikan kembali posisi variabel *Waktu* di dalam rumus sebelumnya. Waktu tidak berfungsi sebagai faktor pengali biasa; ia duduk di posisi *pangkat* (eksponen). Dalam matematika eksponensial, angka yang berada di posisi pangkat memiliki daya ledak yang jauh lebih brutal dibandingkan angka di posisi perkalian dasar. Perbedaan antara berinvestasi selama 10 tahun dan 30 tahun bukanlah perbedaan tiga kali lipat, melainkan bisa berarti puluhan kali lipat dari nilai akhirnya. Waktu adalah satu-satunya variabel yang bisa mengubah uang receh dari pekerja biasa menjadi kekayaan setara taipan bisnis.

Merangkum Hasil Investasi Majemuk

Seperti yang telah kita bahas sebelumnya, tiga faktor yang menentukan besarnya nilai investasi Anda di akhir periode adalah jumlah modal yang diinvestasikan, tingkat imbal hasil, dan jangka waktu investasi. Semakin besar modal yang diinvestasikan, semakin besar pula hasil yang akan Anda peroleh. Semakin tinggi tingkat imbal hasilnya, semakin besar pula hasilnya. Begitu pula, semakin panjang jangka waktu investasinya, semakin besar hasil yang akan Anda dapatkan—asalkan investasi tersebut menghasilkan keuntungan.

Kebanyakan orang berusaha meningkatkan faktor yang justru paling sulit untuk dipengaruhi, yaitu tingkat imbal hasil. Para ahli sepakat bahwa sulit untuk menemukan investasi yang menawarkan potensi keuntungan besar tanpa disertai risiko yang juga besar. Bahkan jika Anda berhasil menemukan investasi yang menjanjikan tingkat imbal hasil tinggi, hal itu tidak akan banyak berarti jika modal yang Anda investasikan hanya sedikit, atau jika imbal hasil tinggi tersebut tidak bertahan lama. Ada sebuah pepatah di dunia investasi: “Jika Anda memulai lebih awal, Anda tidak perlu menjadi orang yang jenius.” Teknik yang telah kita gunakan untuk menghitung nilai investasi merupakan bagian dari perangkat yang lebih luas yang digunakan oleh para profesional keuangan. Konsep ini dikenal sebagai nilai waktu dari uang (*time value of money*).

Sebagai contoh, perusahaan menggunakan konsep yang sama dengan yang telah kita pelajari saat memutuskan apakah akan membangun pabrik baru. Sebuah perusahaan mungkin memutuskan untuk menginvestasikan dana pada pabrik saat ini, dengan harapan pabrik tersebut akan menghasilkan produk yang kelak memiliki nilai ekonomi tertentu. Perusahaan menggunakan nilai awal dan nilai akhir untuk menghitung tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi pabrik tersebut. Kredit pemilikan rumah (hipotek) adalah contoh lain dari penerapan konsep ini. Pemberi pinjaman memberikan dana di awal agar Anda dapat membeli rumah, dengan imbalan serangkaian pembayaran yang dicicil selama 15 atau 30 tahun. Besarnya cicilan tersebut bergantung pada tingkat suku bunga yang dikenakan. Asuransi jiwa dan sewa guna usaha (*leasing*) kendaraan juga menggunakan prinsip nilai waktu dari uang.

Dalam bagian ini, kita telah membahas tiga faktor penting yang menentukan keberhasilan investasi Anda: jumlah modal yang diinvestasikan, tingkat keuntungan yang diperoleh, dan jangka waktu investasi. Pada sesi berikutnya, kita akan mengkaji lebih dalam mengapa—



terlepas dari apa pun yang mungkin Anda dengar dari penasihat investasi—hampir mustahil untuk menemukan investasi yang menjanjikan imbal hasil tinggi dengan risiko yang rendah.



BAB 7
HIPOTESIS PASAR EFISIEN

7.1 FILOSOFI HIPOTESIS PASAR EFISIEN

Pasar saham merupakan tempat bertemunya berbagai kepentingan ekonomi, mulai dari perusahaan yang membutuhkan modal, investor yang ingin mengembangkan kekayaan, hingga lembaga keuangan yang menjalankan aktivitas perdagangan sekuritas. Setiap hari, jutaan keputusan investasi dilakukan berdasarkan berbagai informasi, seperti laporan keuangan perusahaan, kondisi perekonomian, kebijakan pemerintah, perkembangan industri, hingga sentimen yang berkembang di masyarakat. Informasi tersebut menjadi salah satu faktor utama yang memengaruhi perubahan harga saham. Namun, muncul sebuah pertanyaan mendasar dalam dunia investasi: apakah seorang investor benar-benar dapat memperoleh keuntungan secara konsisten dengan memanfaatkan informasi yang tersedia di pasar?

Pertanyaan tersebut menjadi dasar lahirnya teori *Efficient Market Hypothesis* (EMH) atau Hipotesis Pasar Efisien. Teori ini menjelaskan bahwa harga sekuritas di pasar modal mencerminkan informasi yang tersedia bagi para pelaku pasar. Dengan kata lain, ketika suatu informasi telah diketahui dan dianalisis oleh investor, informasi tersebut akan memengaruhi keputusan jual dan beli sehingga tercermin dalam harga saham. Dalam pasar yang efisien, peluang untuk memperoleh keuntungan abnormal secara konsisten melalui pemanfaatan informasi yang telah tersedia menjadi sangat terbatas.

Eugene F. Fama (1970), melalui penelitian berjudul Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, memberikan fondasi penting bagi perkembangan teori ini. Fama menjelaskan bahwa pasar modal yang efisien adalah pasar yang harga sekuritasnya sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Efisiensi tersebut memiliki arti penting karena harga saham tidak hanya menjadi hasil interaksi permintaan dan penawaran, tetapi juga berfungsi sebagai sinyal ekonomi yang membantu investor dan perusahaan mengambil keputusan.

Untuk memahami konsep tersebut, bayangkan sebuah perusahaan terbuka yang mengumumkan bahwa laba bersihnya meningkat secara signifikan dibandingkan tahun sebelumnya. Informasi tersebut dapat menarik perhatian investor karena peningkatan laba berpotensi menunjukkan membaiknya kinerja perusahaan. Investor kemudian mulai membeli saham perusahaan tersebut. Meningkatnya permintaan saham dapat mendorong kenaikan harga. Pada saat yang sama, investor lain mungkin telah memperkirakan peningkatan laba tersebut sebelum pengumuman resmi diterbitkan. Akibatnya, sebagian kenaikan harga mungkin sudah terjadi sebelum informasi diumumkan kepada publik.

Fenomena tersebut memperlihatkan bahwa harga saham merupakan hasil dari proses pengumpulan, interpretasi, dan respons terhadap informasi oleh banyak pelaku pasar. Dalam pasar yang efisien, informasi baru akan segera diproses oleh investor dan tercermin dalam perubahan harga. Oleh karena itu, investor tidak cukup hanya mengetahui sebuah informasi,



tetapi juga perlu memahami apakah informasi tersebut benar-benar baru bagi pasar atau justru telah diperhitungkan sebelumnya.

Sebuah Kompetisi Pemrosesan Informasi

Gagasan bahwa riset yang memadai akan memungkinkan Anda untuk meraih kinerja yang lebih baik di pasar dibandingkan investor rata-rata, pada dasarnya merupakan pemahaman yang keliru mengenai hakikat aktivitas pasar. Banyak orang menganggap pemilihan saham sebagai sebuah permainan yang memiliki pemenang dan pihak yang kalah. Dalam kebanyakan permainan, seorang pemenang hanya memerlukan keunggulan tipis atas lawannya untuk bisa menang. Namun, berinvestasi bukanlah kontes pada umumnya; ini adalah kontes dalam memproses informasi. Tugasnya adalah mengumpulkan informasi mengenai suatu perusahaan, menyaring informasi tersebut menjadi sebuah harga, lalu membeli saham yang harganya dinilai terlalu rendah berdasarkan informasi yang tersedia.

Hipotesis Pasar Efisien tidak berarti bahwa seluruh investor memiliki pengetahuan yang sama, mempunyai kemampuan analisis yang identik, atau selalu mengambil keputusan secara benar. Sebaliknya, teori ini menekankan bahwa persaingan di antara para pelaku pasar menyebabkan informasi yang relevan relatif cepat tercermin dalam harga sekuritas. Investor yang menemukan informasi bernilai dapat melakukan transaksi untuk memperoleh keuntungan, tetapi tindakan tersebut pada akhirnya ikut mengubah harga dan mengurangi peluang keuntungan yang sama bagi investor berikutnya.

Dengan demikian, EMH memberikan perspektif penting bahwa keberhasilan investasi tidak semata-mata ditentukan oleh seberapa banyak informasi yang dimiliki seseorang, tetapi juga oleh kemampuan memahami nilai informasi, risiko, harga yang telah terbentuk, dan ekspektasi pasar.

Anomali Pasar

Profesor R. David McLean dan Jeffrey Pontiff meneliti 82 anomali imbal hasil (return anomalies) yang sempat menjanjikan keuntungan bagi investor yang cukup cerdas untuk memanfaatkannya. Pendekatan baru yang digunakan McLean dan Pontiff adalah dengan mengamati apa yang terjadi pada anomali-anomali tersebut setelah sebuah studi akademis mengangkatnya ke permukaan. Mereka menemukan bahwa anomali-anomali tersebut melemah atau bahkan hilang sama sekali.

Beberapa dari 82 anomali tersebut hanyalah keunikan dalam data. Jika cukup banyak peneliti mengkaji harga saham, beberapa di antaranya pasti akan menemukan aturan perdagangan yang, jika diterapkan di masa lalu, akan menghasilkan keuntungan. Akan tetapi, strategi perdagangan yang gagal biasanya tidak diberitakan; oleh karena itu, kita tidak memiliki cara yang tepat untuk menilai apakah strategi yang tampak sukses benar-benar mencerminkan keahlian atau sekadar keberuntungan. Kita hanya perlu menunggu untuk melihat apakah strategi tersebut tetap efektif seiring berjalannya waktu.

Alasan lain mengapa anomali imbal hasil tersebut cenderung melemah setelah diketahui banyak orang adalah karena peluang mendapatkan keuntungan dengan mudah akan selalu menarik minat pihak lain untuk turut serta. Sebagai contoh, beberapa studi akademis yang diterbitkan pada tahun 1980-an menunjukkan secara cukup meyakinkan bahwa hari



Senin cenderung menjadi hari yang buruk bagi pasar saham. Tidak butuh waktu lama bagi para pedagang yang jeli untuk mulai menjual saham pada hari Jumat, lalu membelinya kembali pada akhir hari Senin atau awal hari Selasa. Aksi jual besar-besaran pada hari Jumat tersebut menekan harga turun, yang pada akhirnya membuat hari Senin tidak lagi terlihat seburuk sebelumnya.

Efek akhir pekan ini mungkin hanyalah keanehan statistik, atau bisa jadi berakar pada kekuatan ekonomi yang nyata. Bagaimanapun, begitu para pedagang yang cerdik memanfaatkan informasi tersebut, efek akhir pekan itu pun hampir sepenuhnya lenyap. Hal serupa tampaknya juga berlaku untuk beberapa anomali pasar lainnya. Setiap penyimpangan dari harga wajar cenderung kecil dan menghilang dengan cepat seiring dengan langkah para pedagang cerdik untuk mengambil keuntungan.

7.2 TIGA BENTUK EFISIENSI PASAR

Dalam penelitian klasiknya, Fama (1970) mengelompokkan efisiensi pasar ke dalam tiga bentuk berdasarkan jenis informasi yang telah tercermin dalam harga saham. Ketiga bentuk tersebut adalah efisiensi bentuk lemah (*weak-form efficiency*), efisiensi bentuk setengah kuat (*semi-strong-form efficiency*), dan efisiensi bentuk kuat (*strong-form efficiency*). Pembagian ini menjadi dasar untuk memahami sejauh mana informasi dapat digunakan investor dalam menentukan keputusan investasi.

Efisiensi Bentuk Lemah (*Weak-Form Efficiency*)

Efisiensi bentuk lemah menjelaskan bahwa harga saham saat ini telah mencerminkan seluruh informasi historis yang berkaitan dengan harga dan aktivitas perdagangan saham, termasuk data harga masa lalu, volume transaksi, serta pola perubahan harga sebelumnya. Konsekuensinya, investor tidak dapat secara konsisten memperoleh keuntungan abnormal hanya dengan mengandalkan pola harga historis.

Dalam kondisi pasar yang memenuhi efisiensi bentuk lemah, informasi mengenai kenaikan harga saham selama beberapa hari terakhir tidak secara otomatis menunjukkan bahwa harga akan terus mengalami kenaikan pada hari berikutnya. Demikian pula, penurunan harga dalam periode sebelumnya tidak selalu menjadi indikasi bahwa harga akan kembali turun. Perubahan harga berikutnya dipengaruhi oleh informasi baru dan faktor lain yang belum sepenuhnya tercermin dalam harga saat ini.

Konsep ini memiliki hubungan erat dengan *Random Walk Theory*, yaitu pandangan bahwa perubahan harga saham dalam jangka pendek sulit diprediksi hanya berdasarkan pergerakan harga masa lalu. Jika informasi historis telah tercermin dalam harga, pola yang terlihat pada grafik tidak serta-merta memberikan peluang keuntungan yang dapat dimanfaatkan secara konsisten setelah memperhitungkan biaya transaksi dan risiko.

Sebagai ilustrasi, seorang investor mengamati saham perusahaan tertentu yang mengalami kenaikan harga selama lima hari berturut-turut. Investor tersebut kemudian menyimpulkan bahwa saham akan kembali naik pada hari keenam karena mengikuti pola kenaikan sebelumnya. Dalam pasar yang efisien secara bentuk lemah, kesimpulan tersebut



tidak memiliki jaminan keberhasilan karena informasi harga masa lalu telah diketahui oleh pelaku pasar lainnya.

Namun, hal ini tidak berarti bahwa analisis teknikal sama sekali tidak dapat digunakan. Hipotesis pasar efisien lebih tepat dipahami sebagai tantangan terhadap klaim bahwa pola historis tertentu dapat menghasilkan keuntungan abnormal secara konsisten dan dapat direplikasi setelah memperhitungkan biaya serta risiko.

Efisiensi Bentuk Setengah Kuat (*Semi-Strong-Form Efficiency*)

Efisiensi bentuk setengah kuat menjelaskan bahwa harga saham tidak hanya mencerminkan informasi historis, tetapi juga seluruh informasi publik yang tersedia. Informasi tersebut mencakup laporan keuangan, pengumuman pembagian dividen, perubahan manajemen, aksi korporasi, laporan tahunan, berita ekonomi, kebijakan pemerintah, dan berbagai informasi lain yang dapat diakses masyarakat.

Dalam bentuk efisiensi ini, informasi publik yang relevan seharusnya segera tercermin dalam harga saham setelah diumumkan. Artinya, investor yang baru membaca laporan keuangan perusahaan setelah laporan tersebut dipublikasikan tidak otomatis memiliki keunggulan dibandingkan investor lain. Hal ini disebabkan oleh kemungkinan bahwa pelaku pasar lainnya telah lebih dahulu membaca, menganalisis, dan merespons informasi tersebut.

Fama (1991) memperluas pembahasan mengenai pengujian efisiensi pasar dengan menekankan pentingnya mengamati seberapa cepat harga sekuritas menyesuaikan diri terhadap pengumuman informasi publik. Salah satu pendekatan yang sering digunakan untuk menguji fenomena ini adalah event study, yaitu metode penelitian yang mengamati perubahan harga saham di sekitar waktu terjadinya suatu peristiwa atau pengumuman tertentu.

Sebagai contoh, sebuah perusahaan mengumumkan peningkatan laba bersih sebesar 30 persen. Pengumuman tersebut dapat mendorong kenaikan harga saham apabila hasilnya lebih baik daripada ekspektasi pasar. Sebaliknya, harga saham justru dapat mengalami penurunan apabila peningkatan laba tersebut ternyata lebih rendah dibandingkan perkiraan investor. Dengan demikian, reaksi harga tidak hanya ditentukan oleh apakah informasi tersebut positif atau negatif, tetapi juga oleh perbedaan antara informasi aktual dan ekspektasi yang sebelumnya telah terbentuk.

Hal tersebut menunjukkan bahwa investor perlu membedakan antara informasi yang terlihat baik secara objektif dan informasi yang benar-benar lebih baik daripada perkiraan pasar. Dalam investasi saham, sesuatu yang dianggap sebagai kabar baik belum tentu menghasilkan kenaikan harga apabila kabar tersebut sudah diperhitungkan sebelumnya.

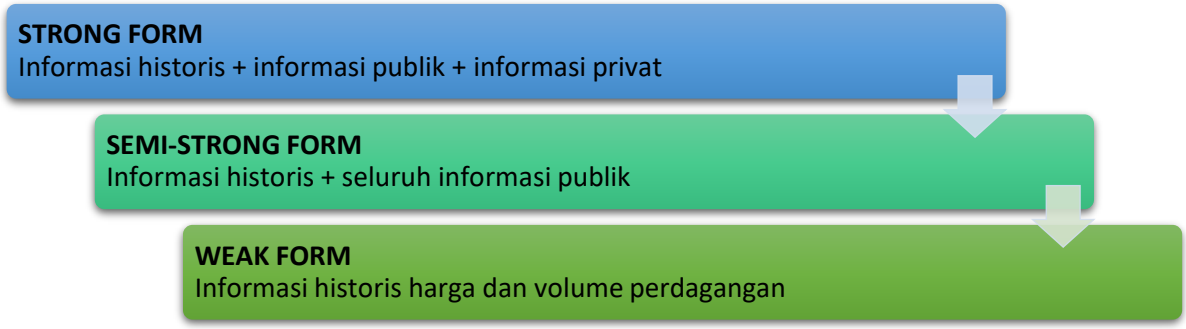
Efisiensi Bentuk Kuat (*Strong-Form Efficiency*)

Efisiensi bentuk kuat merupakan bentuk efisiensi yang paling tinggi. Konsep ini menyatakan bahwa harga saham mencerminkan seluruh informasi yang relevan, baik informasi publik maupun informasi privat yang hanya diketahui oleh pihak tertentu. Dalam kondisi tersebut, tidak ada kelompok investor yang secara konsisten dapat memperoleh keuntungan abnormal hanya karena memiliki akses terhadap informasi yang lebih terbatas.

Namun, efisiensi bentuk kuat lebih tepat dipahami sebagai suatu hipotesis teoretis yang digunakan untuk menguji batas efisiensi pasar, bukan sebagai gambaran bahwa seluruh pasar saham benar-benar telah mencapai kondisi ideal tersebut. Dalam praktiknya, terdapat perbedaan akses informasi, kemampuan analisis, kecepatan teknologi, dan kualitas pengambilan keputusan di antara para pelaku pasar.

Sebagai contoh, manajemen perusahaan mungkin memiliki informasi internal mengenai rencana ekspansi bisnis sebelum informasi tersebut diumumkan kepada publik. Informasi semacam ini dapat memiliki nilai ekonomi karena berpotensi memengaruhi prospek perusahaan. Akan tetapi, penggunaan informasi material nonpublik dalam perdagangan saham dapat melanggar ketentuan hukum pasar modal dan termasuk dalam persoalan perdagangan orang dalam (*insider trading*).

Oleh karena itu, efisiensi bentuk kuat juga berkaitan dengan transparansi, tata kelola perusahaan, pengawasan pasar, dan perlindungan investor. Pasar yang sehat membutuhkan mekanisme keterbukaan informasi agar seluruh investor memperoleh kesempatan yang adil dalam mengakses informasi material.



Gambar 7.1. Hierarki tiga bentuk Hipotesis Pasar Efisien

Ketiga bentuk efisiensi tersebut memberikan pemahaman bahwa kemampuan investor untuk mendapatkan keuntungan dari suatu informasi sangat bergantung pada jenis informasi, waktu ketersediaan, dan seberapa cepat informasi tersebut telah diperhitungkan oleh pasar. Perbedaan inilah yang menjadikan EMH sebagai salah satu teori paling penting dalam memahami perilaku harga saham.

7.3 HARGA SAHAM SEBAGAI CERMIN INFORMASI

Harga saham sering kali dipahami sebagai angka yang berubah-ubah akibat aktivitas jual dan beli. Namun, dalam perspektif Hipotesis Pasar Efisien, harga saham mempunyai fungsi yang lebih luas karena menjadi representasi dari berbagai informasi dan ekspektasi yang dimiliki pelaku pasar. Harga saham merupakan hasil interaksi antara investor yang memiliki pandangan berbeda mengenai prospek perusahaan, kondisi ekonomi, tingkat risiko, dan potensi keuntungan pada masa mendatang.

Ketika perusahaan mengumumkan informasi baru, para investor akan melakukan penilaian berdasarkan kepentingan dan ekspektasi masing-masing. Investor yang menganggap

informasi tersebut positif cenderung meningkatkan permintaan saham, sedangkan investor yang menilai informasi tersebut negatif mungkin memilih menjual kepemilikannya. Interaksi kedua kelompok tersebut menghasilkan perubahan harga yang mencerminkan penilaian kolektif pasar.

Fama, Fisher, Jensen, dan Roll (1969), melalui penelitian The Adjustment of Stock Prices to New Information, memberikan kontribusi penting dalam memahami proses penyesuaian harga saham terhadap informasi baru. Penelitian tersebut menggunakan pendekatan studi peristiwa untuk mengamati bagaimana harga saham menyesuaikan diri terhadap pengumuman pemecahan saham (stock split). Penelitian ini menjadi salah satu fondasi empiris bagi pengembangan studi mengenai respons pasar terhadap informasi perusahaan.

Untuk memahami mekanismenya, bayangkan sebuah perusahaan yang mengumumkan rencana pembangunan pabrik baru. Informasi tersebut dapat memberikan sinyal bahwa perusahaan sedang mempersiapkan peningkatan kapasitas produksi. Sebagian investor mungkin menganggap ekspansi tersebut sebagai peluang pertumbuhan pendapatan, sementara investor lainnya mungkin melihat adanya risiko peningkatan utang dan biaya operasional. Harga saham kemudian bergerak berdasarkan hasil interaksi berbagai penilaian tersebut.

Dengan demikian, harga saham tidak hanya mencerminkan kondisi perusahaan saat ini, tetapi juga ekspektasi investor terhadap kondisi perusahaan di masa depan. Bahkan, dua perusahaan dengan kinerja keuangan yang sama dapat memiliki harga saham yang berbeda karena investor memiliki penilaian yang berbeda terhadap prospek pertumbuhan, risiko bisnis, dan kemampuan menghasilkan arus kas.



Gambar 7.2. Mekanisme penyesuaian harga saham terhadap informasi baru



Mekanisme Penyesuaian Harga terhadap Informasi Baru

Proses penyesuaian harga saham terhadap informasi baru dapat dijelaskan melalui hubungan antara munculnya informasi, analisis investor, keputusan transaksi, dan pembentukan harga baru. Ketika informasi baru diumumkan, pasar akan memproses informasi tersebut melalui aktivitas perdagangan. Semakin cepat informasi dapat diakses dan dianalisis oleh pelaku pasar, semakin cepat pula perubahan harga berpotensi terjadi.

Dalam pasar yang efisien, proses tersebut berlangsung relatif cepat sehingga investor yang terlambat merespons informasi publik berpotensi kehilangan kesempatan untuk memperoleh keuntungan dari perubahan harga awal. Hal ini menjelaskan mengapa kecepatan memperoleh informasi bukan satu-satunya faktor penentu keberhasilan investasi. Kemampuan membandingkan informasi aktual dengan ekspektasi pasar juga memiliki peran yang sangat penting.

Imbal Hasil Berlebih = Risiko Tambahan?

Profesor John Cochrane dari University of Chicago mengemukakan poin penting lainnya terkait upaya mengungguli pasar: Apa yang tampak sebagai cara untuk memperoleh imbal hasil berlebih (*excess returns*) mungkin sebenarnya hanyalah cara untuk mengambil risiko tambahan yang belum disadari. Sebagai contoh, terdapat bukti bahwa saham bernilai (saham dengan harga rendah) cenderung memberikan imbal hasil lebih tinggi daripada pasar, bahkan setelah disesuaikan dengan ukuran risiko konvensional. Sekilas, Anda mungkin berpikir cukup dengan membeli sejumlah saham bernilai yang berbeda untuk mencapai diversifikasi, lalu duduk santai dan mengungguli pasar dalam jangka panjang.

Namun, jika Anda melakukannya, Anda akan segera menyadari adanya masalah: Semua saham bernilai cenderung bergerak naik dan turun secara bersamaan. Diversifikasi Anda ternyata tidak sebaik yang dibayangkan, dan Anda sebenarnya menanggung risiko yang lebih besar daripada yang diperkirakan. Belum tentu Anda benar-benar mengungguli pasar setelah memperhitungkan risiko tambahan tersebut.

Efisiensi Pasar

Para ekonom keuangan menggunakan istilah "efisiensi" untuk menggambarkan pasar di mana harga aset dianggap wajar berdasarkan informasi yang tersedia pada saat itu. Efisiensi merupakan masalah derajat atau tingkatan. Pasar jelas efisien terhadap berita lama, namun sebagian besar studi menunjukkan bahwa bahkan berita terkini yang lebih samar pun tidak akan memberikan keunggulan bagi Anda.

Para ahli memiliki pandangan berbeda mengenai seberapa efisien pasar saham modern saat ini, tetapi sebagian besar sepakat bahwa harga saham hampir selalu sangat mendekati nilai wajar, baik bagi pembeli maupun penjual.

7.4 ANOMALI PASAR DAN KETERBATASAN HIPOTESIS PASAR EFISIEN

Meskipun Hipotesis Pasar Efisien menjadi salah satu teori utama dalam menjelaskan pembentukan harga saham, teori ini tidak terlepas dari berbagai kritik. Dalam praktiknya, terdapat sejumlah fenomena pasar yang memperlihatkan bahwa harga saham terkadang tidak sepenuhnya bergerak sesuai dengan asumsi efisiensi pasar. Fenomena tersebut dikenal



sebagai anomali pasar (market anomalies), yaitu pola atau perilaku harga saham yang sulit dijelaskan oleh model pasar efisien secara sederhana.

Anomali pasar menjadi topik penting karena memberikan ruang bagi para peneliti untuk menguji apakah harga saham benar-benar telah mencerminkan seluruh informasi yang tersedia. Apabila suatu pola tertentu dapat digunakan secara konsisten untuk menghasilkan keuntungan abnormal setelah memperhitungkan risiko dan biaya transaksi, pola tersebut dapat menjadi bukti yang menantang asumsi efisiensi pasar.

Salah satu penelitian yang memberikan perspektif kritis terhadap EMH adalah penelitian Michael C. Jensen (1978) berjudul Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. Penelitian tersebut membahas berbagai bukti empiris yang memperlihatkan adanya hasil yang tidak sepenuhnya sesuai dengan prediksi teori pasar efisien. Temuan semacam ini mendorong berkembangnya penelitian mengenai anomali harga, kemampuan pengelolaan portofolio, serta kemungkinan adanya peluang investasi yang tidak sepenuhnya tercermin dalam harga pasar.

Anomali yang sering dibahas dalam literatur keuangan adalah *calendar anomalies, size effect, value effect,* dan *momentum effect.* Anomali kalender berkaitan dengan pola pergerakan harga yang dikaitkan dengan periode tertentu, seperti fenomena January Effect, yaitu kecenderungan perbedaan return saham pada bulan Januari yang ditemukan dalam sejumlah penelitian. Fenomena ini sering dikaitkan dengan faktor perpajakan, penataan kembali portofolio, serta perilaku investor pada akhir dan awal tahun.

Sementara itu, *size effect* berkaitan dengan temuan bahwa saham perusahaan berkapitalisasi pasar kecil dalam beberapa penelitian menunjukkan karakteristik imbal hasil yang berbeda dibandingkan saham perusahaan besar. *Value effect* menjelaskan fenomena saham yang memiliki valuasi relatif rendah terhadap indikator fundamental tertentu, seperti rasio harga terhadap nilai buku, yang dalam penelitian empiris tertentu menunjukkan pola imbal hasil berbeda dari saham bertumbuh. Adapun *momentum effect* menggambarkan kecenderungan saham yang memiliki kinerja relatif baik dalam periode sebelumnya untuk mempertahankan kinerja relatif tersebut dalam periode berikutnya pada rentang waktu tertentu.

Namun, keberadaan anomali tidak serta-merta membuktikan bahwa pasar modal sepenuhnya tidak efisien. Sebuah pola yang ditemukan dalam penelitian belum tentu dapat digunakan sebagai strategi investasi yang menguntungkan secara nyata. Peneliti harus mempertimbangkan biaya transaksi, pajak, likuiditas, risiko, periode pengamatan, dan kemungkinan bahwa pola tersebut hanya muncul akibat karakteristik sampel penelitian.

Kritik terhadap Rasionalitas Investor dan Volatilitas Harga

Kritik lain terhadap Hipotesis Pasar Efisien berkaitan dengan asumsi bahwa investor memproses informasi secara rasional. Dalam kenyataannya, keputusan investasi sering kali dipengaruhi oleh emosi, pengalaman, persepsi, dan keterbatasan kemampuan manusia dalam mengolah informasi. Investor dapat mengalami ketakutan ketika harga saham turun, terlalu percaya diri ketika memperoleh keuntungan, atau mengikuti keputusan mayoritas tanpa melakukan analisis yang memadai.



Robert J. Shiller (1981), melalui penelitiannya Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, mengajukan kritik penting terhadap perilaku harga saham. Penelitiannya menunjukkan bahwa volatilitas harga saham secara historis dapat jauh lebih besar daripada yang dapat dijelaskan oleh perubahan dividen yang terjadi kemudian berdasarkan model yang digunakan dalam penelitian tersebut. Temuan ini memperkuat perdebatan mengenai hubungan antara harga pasar dan nilai fundamental perusahaan.

Dalam kehidupan investasi sehari-hari, fenomena tersebut dapat terlihat ketika harga saham meningkat tajam akibat optimisme investor, meskipun perubahan fundamental perusahaan belum menunjukkan peningkatan yang sebanding. Sebaliknya, harga saham dapat mengalami penurunan tajam ketika muncul sentimen negatif, bahkan sebelum dampak ekonomi dari informasi tersebut benar-benar terlihat pada kinerja perusahaan. Fenomena tersebut sering berkaitan dengan perilaku kelompok atau herd behavior. Investor cenderung mengikuti keputusan investor lain karena merasa bahwa mayoritas pasar mungkin memiliki informasi yang lebih baik. Ketika semakin banyak investor membeli saham tertentu, harga dapat meningkat dan menarik investor lainnya untuk ikut membeli. Sebaliknya, ketika terjadi kepanikan, tekanan jual dapat semakin besar karena investor berlomba-lomba keluar dari pasar.

Shiller juga mengembangkan pembahasan mengenai antusiasme pasar yang berlebihan melalui bukunya Irrational Exuberance. Buku tersebut menguraikan bagaimana optimisme berlebihan, narasi pasar, dan perilaku psikologis dapat berkontribusi terhadap pembentukan gelembung harga aset. Dengan demikian, harga pasar tidak selalu dapat dipahami hanya melalui angka-angka fundamental, tetapi juga perlu mempertimbangkan faktor psikologis dan sosial yang memengaruhi keputusan investor. Hal ini menjadi pengingat bahwa pasar saham merupakan sebuah sistem yang melibatkan manusia dengan berbagai keterbatasan. Informasi yang sama dapat menghasilkan interpretasi berbeda, sedangkan perubahan sentimen dapat menyebabkan pergerakan harga yang sangat besar. Oleh karena itu, memahami EMH perlu disertai pemahaman mengenai perilaku investor dan dinamika pasar.

7.5 ADAPTIVE MARKETS HYPOTHESIS

Perkembangan teori keuangan menunjukkan bahwa perdebatan mengenai efisiensi pasar tidak berhenti pada pertentangan antara pasar yang sepenuhnya rasional dan pasar yang dipengaruhi oleh emosi. Andrew W. Lo (2004) memperkenalkan Adaptive Markets Hypothesis (AMH) atau Hipotesis Pasar Adaptif sebagai pendekatan yang menghubungkan teori pasar efisien dengan prinsip-prinsip evolusi dan perilaku manusia.

Dalam penelitian berjudul The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective, Lo menjelaskan bahwa perilaku pasar dapat dipahami melalui konsep persaingan, adaptasi, dan seleksi alam. Investor, perusahaan, dan lembaga keuangan berinteraksi dalam lingkungan yang terus berubah. Strategi investasi yang berhasil pada suatu periode belum tentu memberikan hasil yang sama pada periode berikutnya karena kondisi pasar, teknologi, regulasi, dan perilaku investor mengalami perubahan.



Menurut pendekatan ini, investor tidak selalu bertindak sebagai individu yang sepenuhnya rasional. Mereka dapat menggunakan pengalaman masa lalu, kebiasaan, intuisi, dan strategi sederhana untuk menghadapi ketidakpastian. Strategi yang terbukti efektif dapat ditiru oleh investor lain sehingga persaingan meningkat dan peluang keuntungan yang sebelumnya tersedia menjadi semakin kecil. Sebaliknya, perubahan lingkungan ekonomi dapat menciptakan peluang baru yang sebelumnya tidak terlihat.

Lo (2004) menempatkan efisiensi pasar sebagai sesuatu yang dapat berubah sesuai dengan lingkungan dan tingkat persaingan. Pasar dapat menjadi lebih efisien ketika banyak investor menggunakan informasi dan strategi yang sama, tetapi dapat pula memperlihatkan ketidakefisienan ketika muncul perubahan kondisi yang belum sepenuhnya dipahami oleh pelaku pasar. Sebagai contoh, strategi investasi berbasis analisis laporan keuangan mungkin memberikan peluang tertentu ketika hanya sedikit investor yang memiliki kemampuan mengolah data keuangan secara mendalam. Namun, ketika teknologi analisis data semakin berkembang dan semakin banyak investor mampu mengakses informasi yang sama, peluang tersebut dapat semakin kompetitif.

Contoh lainnya dapat ditemukan dalam perkembangan teknologi perdagangan saham. Pada masa sebelumnya, informasi pasar mungkin membutuhkan waktu lebih lama untuk diperoleh dan dianalisis. Saat ini, investor dapat mengakses laporan keuangan, berita, data perdagangan, dan berbagai indikator pasar melalui perangkat digital. Perubahan teknologi tersebut meningkatkan kecepatan penyebaran informasi sekaligus mengubah cara investor mengambil keputusan.

Penelitian Lim dan Brooks (2011), yang mengkaji perkembangan efisiensi pasar saham dari waktu ke waktu, memberikan dukungan empiris terhadap pentingnya perspektif dinamis tersebut. Mereka meninjau penelitian mengenai efisiensi bentuk lemah dan menunjukkan bahwa kemampuan prediksi return saham dapat berubah sepanjang waktu. Dalam kajian mereka, perubahan tersebut dapat dianalisis melalui pembagian subperiode, model parameter yang berubah terhadap waktu, serta metode estimasi bergulir (rolling estimation window). Hasil kajian ini menunjukkan bahwa efisiensi pasar tidak selalu bersifat tetap, tetapi dapat mengalami perkembangan sesuai dengan kondisi yang melingkupinya.

Tabel 7.1. Perbandingan pendekatan EMH dan AMH

EMH KLASIK	AHM
Efisiensi berdasarkan informasi yang tersedia.	Efisiensi dipengaruhi perubahan lingkungan.
Harga menyesuaikan informasi.	Investor belajar dan beradaptasi.
Peluang keuntungan abnormal secara konsisten terbatas.	Peluang investasi berubah seiring waktu.
Fokus: informasi dan harga	Fokus: evolusi dan adaptasi

Perbandingan konseptual antara Hipotesis Pasar Efisien dan Hipotesis Pasar Adaptif berdasarkan Fama (1970) dan Lo (2004).



Perbedaan mendasar antara EMH klasik dan AMH terletak pada cara keduanya memandang efisiensi pasar. EMH menekankan hubungan antara informasi yang tersedia dan harga sekuritas, sedangkan AMH memberikan perhatian lebih besar terhadap perubahan lingkungan, proses pembelajaran, serta kemampuan investor untuk beradaptasi.

AMH memberikan perspektif yang menarik bagi investor modern karena menempatkan proses pembelajaran sebagai bagian penting dari aktivitas investasi. Investor tidak cukup hanya menguasai satu strategi, tetapi juga perlu mengevaluasi apakah strategi tersebut masih relevan dengan kondisi pasar. Kemampuan beradaptasi menjadi salah satu faktor penting dalam mempertahankan kualitas keputusan investasi.

7.6 IMPLIKASI HIPOTESIS PASAR EFISIEN TERHADAP STRATEGI INVESTASI

Pemahaman mengenai Hipotesis Pasar Efisien memiliki konsekuensi langsung terhadap cara investor menentukan strategi investasi. Apabila harga saham telah mencerminkan informasi yang tersedia, maka investor perlu mempertimbangkan kembali anggapan bahwa membeli saham hanya berdasarkan informasi yang telah diketahui masyarakat luas dapat menghasilkan keuntungan abnormal secara konsisten. Investor juga perlu menyadari bahwa kemampuan membaca berita, mengamati grafik harga, atau mengidentifikasi perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik belum tentu memberikan keunggulan investasi apabila informasi tersebut sudah diperhitungkan oleh pasar.

Dalam konteks analisis fundamental, EMH memberikan pemahaman bahwa laporan keuangan, rasio profitabilitas, pertumbuhan pendapatan, dan prospek bisnis merupakan informasi yang juga dianalisis oleh investor lainnya. Oleh karena itu, menemukan perusahaan dengan kinerja yang baik tidak selalu berarti menemukan saham yang layak dibeli. Perusahaan yang memiliki kinerja keuangan sangat baik mungkin sudah dihargai tinggi oleh pasar. Sebaliknya, perusahaan dengan kondisi bisnis yang sedang menghadapi tantangan mungkin memiliki harga saham yang menarik apabila risiko dan prospek pemulihannya telah diperhitungkan secara tepat.

Sebagai contoh, terdapat dua perusahaan yang bergerak dalam industri yang sama. Perusahaan A memiliki pertumbuhan laba sebesar 20 persen, sedangkan perusahaan B memiliki pertumbuhan laba sebesar 10 persen. Jika hanya melihat pertumbuhan laba, perusahaan A tampak lebih menarik. Akan tetapi, apabila harga saham perusahaan A telah meningkat secara signifikan karena ekspektasi pertumbuhan tersebut, sementara harga saham perusahaan B masih berada di bawah estimasi nilai wajarnya, keputusan investasi tidak dapat ditentukan hanya berdasarkan perbandingan pertumbuhan laba. Investor perlu memperhatikan hubungan antara harga pasar, nilai intrinsik, risiko, dan ekspektasi pertumbuhan perusahaan.

Dalam konteks analisis teknikal, EMH memberikan tantangan terhadap anggapan bahwa pola harga historis dapat digunakan untuk memprediksi pergerakan saham secara konsisten. Apabila pasar telah memenuhi efisiensi bentuk lemah, informasi mengenai harga dan volume perdagangan masa lalu seharusnya tidak memberikan peluang keuntungan abnormal yang konsisten. Meskipun demikian, investor masih dapat menggunakan analisis



teknikal sebagai alat untuk memahami perilaku harga, mengelola waktu transaksi, dan menetapkan batas risiko, selama tidak menganggap bahwa pola tertentu menjamin keuntungan.

Salah satu implikasi penting lainnya adalah berkembangnya strategi investasi pasif. Strategi ini dilakukan dengan berusaha mengikuti kinerja suatu indeks pasar melalui instrumen seperti reksa dana indeks atau Exchange Traded Fund (ETF). Investor tidak perlu terus-menerus memilih saham individual dengan harapan mengalahkan pasar, melainkan dapat memperoleh eksposur terhadap sekumpulan saham yang merepresentasikan pasar tertentu.

Burton G. Malkiel melalui bukunya A Random Walk Down Wall Street menjelaskan pentingnya memahami efisiensi pasar, ketidakpastian pergerakan harga, serta pendekatan investasi yang terdiversifikasi. Perspektif tersebut memberikan dasar pemikiran bahwa investor tidak selalu harus melakukan transaksi secara aktif untuk membangun kekayaan. Dalam kondisi tertentu, strategi yang sederhana, disiplin, dan berbiaya rendah dapat menjadi alternatif yang rasional dibandingkan aktivitas perdagangan yang terlalu sering.

Namun, EMH bukan berarti seluruh investor harus menggunakan strategi pasif. Investor aktif tetap dapat melakukan analisis fundamental, analisis industri, penilaian valuasi, dan pengelolaan portofolio. Perbedaannya terletak pada kesadaran bahwa upaya mengalahkan pasar membutuhkan keunggulan analisis yang nyata, pengendalian biaya, serta kemampuan menghadapi risiko. Investor tidak boleh menganggap bahwa setiap keputusan transaksi yang didasarkan pada analisis mendalam pasti menghasilkan keuntungan.

Pasar Efisien dan Keputusan Investor Modern

Perkembangan teknologi informasi membuat investor semakin mudah memperoleh informasi mengenai perusahaan dan kondisi pasar. Platform perdagangan digital, aplikasi investasi, situs keterbukaan informasi, dan layanan data keuangan memungkinkan investor mengakses informasi dalam waktu yang relatif singkat. Kondisi ini berpotensi meningkatkan kecepatan penyebaran informasi dan memperkuat persaingan antarpelaku pasar.

Namun, kemudahan memperoleh informasi tidak selalu diikuti oleh kemampuan memahami informasi tersebut. Investor dapat menerima berita dalam jumlah besar, tetapi belum tentu mampu membedakan informasi yang bersifat material dengan informasi yang hanya membentuk sentimen sementara. Bahkan, penyebaran informasi yang tidak akurat melalui media sosial dapat memicu keputusan investasi yang tidak didasarkan pada kondisi fundamental perusahaan.

Oleh karena itu, investor modern perlu memiliki kemampuan literasi keuangan dan literasi informasi. Mereka harus mampu menilai kredibilitas sumber informasi, memahami laporan keuangan, membedakan fakta dan opini, serta mengevaluasi apakah suatu informasi telah tercermin dalam harga saham.

7.7 MENGUJI EFISIENSI PASAR SAHAM DALAM PERSPEKTIF PASAR MODAL INDONESIA

Hipotesis Pasar Efisien bukan hanya teori yang relevan untuk pasar saham Amerika Serikat atau negara-negara maju. Konsep ini juga dapat digunakan untuk memahami dinamika pasar modal Indonesia. Aktivitas perdagangan saham di Bursa Efek Indonesia (BEI) melibatkan



investor individu, investor institusi, perusahaan sekuritas, manajer investasi, serta berbagai pelaku pasar lainnya. Seluruh pihak tersebut berinteraksi dalam membentuk harga saham melalui mekanisme permintaan dan penawaran.

Namun, tingkat efisiensi pasar dapat berbeda antara satu negara dengan negara lainnya, bahkan dapat berbeda antarsaham dalam pasar yang sama. Perbedaan tersebut dapat dipengaruhi oleh tingkat likuiditas, keterbukaan informasi, kualitas tata kelola perusahaan, jumlah investor, biaya transaksi, serta perkembangan teknologi perdagangan.

Pada saham yang memiliki likuiditas tinggi dan aktivitas perdagangan yang besar, informasi baru berpotensi lebih cepat tercermin dalam harga karena terdapat banyak pelaku pasar yang mengamati dan menganalisis saham tersebut. Sebaliknya, pada saham dengan likuiditas rendah, keterbatasan jumlah transaksi dapat menyebabkan proses penyesuaian harga berlangsung berbeda. Hal ini tidak berarti bahwa seluruh saham berlikuiditas rendah pasti tidak efisien, tetapi menunjukkan bahwa karakteristik masing-masing saham perlu diperhatikan ketika melakukan pengujian.

Sebagai contoh, ketika sebuah perusahaan terbuka di Indonesia mengumumkan laporan keuangan tahunan dengan peningkatan laba yang signifikan, investor dapat mengamati perubahan harga dan volume perdagangan sebelum maupun setelah tanggal pengumuman. Jika harga saham mengalami penyesuaian yang cepat setelah informasi diumumkan, fenomena tersebut dapat menjadi indikasi bahwa pasar merespons informasi dengan cepat. Namun, apabila harga mengalami penyesuaian secara bertahap dalam beberapa hari berikutnya, peneliti perlu mengkaji lebih lanjut apakah kondisi tersebut berkaitan dengan keterlambatan pemrosesan informasi, likuiditas, atau faktor lainnya.

Untuk menguji efisiensi pasar Indonesia, peneliti dapat menggunakan data historis harga saham, volume transaksi, tanggal pengumuman laporan keuangan, serta informasi aksi korporasi. Pengujian bentuk lemah dapat dilakukan dengan menganalisis apakah perubahan harga masa lalu mempunyai kemampuan memprediksi perubahan harga berikutnya. Pengujian bentuk setengah kuat dapat dilakukan dengan mengamati reaksi harga saham terhadap pengumuman informasi publik. Sementara itu, pengujian bentuk kuat menghadapi tantangan lebih besar karena membutuhkan informasi yang berkaitan dengan akses informasi privat dan tidak boleh dilakukan dengan melanggar ketentuan hukum.

Salah satu metode yang dapat digunakan adalah event study. Metode ini memungkinkan peneliti mengamati apakah suatu peristiwa menghasilkan imbal hasil abnormal pada periode tertentu. Dalam penelitian pasar modal, imbal hasil aktual dibandingkan dengan imbal hasil yang diperkirakan terjadi apabila peristiwa tersebut tidak berlangsung.
Secara sederhana, imbal hasil abnormal dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Keterangan:
$AR_{i,t}$ merupakan imbal hasil abnormal saham perusahaan i pada periode t.
$R_{i,t}$ merupakan imbal hasil aktual saham perusahaan i pada periode t.
$E(R_{i,t})$ merupakan imbal hasil yang diharapkan berdasarkan model estimasi yang digunakan.



Apabila penelitian melibatkan beberapa perusahaan atau beberapa periode pengamatan, imbal hasil abnormal dapat dirata-ratakan untuk memperoleh *Average Abnormal Return* (AAR). Selanjutnya, nilai tersebut dapat diakumulasikan selama periode pengamatan untuk memperoleh *Cumulative Abnormal Return* (CAR) atau *Cumulative Average Abnormal Return* (CAAR), bergantung pada desain penelitian.

7.8 MEMBANGUN POLA PIKIR INVESTOR DI TENGAH PASAR YANG EFISIEN

Hipotesis Pasar Efisien memberikan pelajaran bahwa investasi saham bukanlah kegiatan yang dapat dilakukan dengan mengandalkan prediksi sederhana atau keyakinan bahwa seseorang selalu mampu mengetahui arah harga berikutnya. Pasar saham merupakan sistem yang kompleks, tempat berbagai informasi, ekspektasi, dan keputusan investor saling berinteraksi. Harga yang terbentuk merupakan hasil dari proses tersebut, sehingga peluang memperoleh keuntungan harus selalu dipertimbangkan bersama risiko yang menyertainya.

Pemahaman terhadap EMH seharusnya tidak membuat investor menjadi pasif tanpa melakukan analisis. Sebaliknya, teori ini mendorong investor untuk lebih realistis dalam menilai kemampuan dirinya. Investor perlu memahami bahwa informasi yang telah tersedia untuk umum mungkin sudah tercermin dalam harga, bahwa pola historis tidak menjamin pergerakan masa depan, dan bahwa biaya transaksi dapat mengurangi hasil investasi secara signifikan.

Dalam praktiknya, investor perlu membangun strategi yang sesuai dengan tujuan keuangan, jangka waktu investasi, dan toleransi risiko. Investor yang tidak memiliki waktu atau sumber daya untuk menganalisis perusahaan secara mendalam dapat mempertimbangkan instrumen investasi yang terdiversifikasi dan berbiaya rendah. Sementara itu, investor yang memilih strategi aktif harus memiliki dasar analisis yang jelas dan melakukan evaluasi terhadap hasil investasinya secara berkala.

Pemikiran Fama, Grossman dan Stiglitz, Shiller, Jensen, serta Lo menunjukkan bahwa teori pasar efisien bukanlah konsep yang harus diterima tanpa pertanyaan. EMH memberikan kerangka untuk memahami bagaimana informasi memengaruhi harga, sedangkan berbagai kritik dan pengembangan teorinya membantu menjelaskan keterbatasan asumsi pasar yang sepenuhnya efisien. Pasar dapat menunjukkan tingkat efisiensi yang berbeda sesuai dengan informasi, kondisi ekonomi, perilaku investor, dan perkembangan teknologi.

Pada akhirnya, investor yang cerdas bukanlah investor yang merasa mampu memprediksi setiap pergerakan harga saham, melainkan investor yang memahami batas kemampuan prediksinya, mampu mengelola risiko, dan memiliki disiplin dalam menjalankan strategi investasi. Pasar saham mungkin tidak selalu dapat diprediksi, tetapi keputusan investasi dapat dibuat secara lebih rasional melalui pemahaman informasi, penilaian fundamental, diversifikasi, dan pengendalian biaya.



BAB 8
MEMILIH PERUSAHAAN BROKER

Pemilihan perusahaan broker merupakan salah satu keputusan penting dalam perjalanan seorang investor di pasar modal. Perusahaan broker atau perusahaan sekuritas bukan sekadar penyedia aplikasi untuk melakukan transaksi saham, melainkan lembaga perantara yang menyediakan akses ke pasar, memfasilitasi pelaksanaan pesanan, serta memberikan berbagai layanan pendukung investasi. Kualitas perusahaan broker dapat memengaruhi pengalaman investor, mulai dari kemudahan mengakses pasar hingga transparansi biaya dan kualitas pelaksanaan transaksi.

Di tengah perkembangan teknologi keuangan, persaingan antarperusahaan sekuritas semakin meningkat. Investor kini dapat menemukan berbagai pilihan broker dengan karakteristik layanan, struktur biaya, fitur aplikasi, dan fasilitas pendukung yang berbeda. Sebagian perusahaan menonjolkan biaya transaksi yang rendah, sebagian lainnya menawarkan layanan riset, edukasi, atau platform dengan fitur yang lebih lengkap. Kondisi ini membuat pemilihan broker perlu dilakukan secara cermat dan tidak hanya berdasarkan popularitas merek atau rekomendasi pihak lain.

Bab ini membahas lima aspek utama dalam memilih perusahaan broker, yaitu mengenal fungsi dan layanan broker, memahami legalitas serta perlindungan investor, menilai biaya transaksi, mengevaluasi teknologi dan kualitas eksekusi, serta menentukan broker yang sesuai dengan kebutuhan investor. Pembahasan diarahkan pada proses evaluasi perusahaan sekuritas, bukan pada tata cara membeli dan menjual saham yang dibahas dalam bab perdagangan dan investasi.

8.1 MENGENAL PERUSAHAAN BROKER DAN PERANNYA DALAM PASAR MODAL

Perusahaan broker saham adalah perusahaan yang menyediakan jasa perantara dalam kegiatan transaksi efek antara investor dan pasar modal. Dalam konteks Indonesia, kegiatan ini umumnya dilakukan oleh perusahaan efek yang memiliki izin untuk menjalankan kegiatan sebagai perantara pedagang efek. Perusahaan tersebut menjadi penghubung antara investor dengan sistem perdagangan bursa, sehingga investor dapat mengakses pasar melalui fasilitas yang disediakan.

Keberadaan broker diperlukan karena investor tidak melakukan transaksi secara langsung dengan sistem bursa tanpa melalui mekanisme perantara yang ditetapkan. Perusahaan broker menyediakan infrastruktur, sistem administrasi, dan layanan yang memungkinkan pesanan investor diteruskan ke sistem perdagangan. Dengan demikian, broker memiliki tanggung jawab untuk menyediakan layanan perantara sesuai ketentuan yang berlaku dan perjanjian dengan nasabah.

Dalam perkembangannya, fungsi perusahaan broker tidak lagi terbatas pada penyediaan akses transaksi. Banyak perusahaan sekuritas juga menyediakan informasi pasar, laporan riset, analisis industri, fasilitas pemantauan portofolio, layanan edukasi, dan dukungan



pelanggan. Perluasan layanan ini menjadikan perusahaan broker sebagai salah satu bagian penting dalam ekosistem investasi modern.

Di Indonesia, istilah perusahaan sekuritas dan broker saham sering digunakan dalam konteks yang berdekatan. Namun, perusahaan efek dapat memiliki kegiatan usaha yang berbeda sesuai izin yang dimilikinya. Oleh karena itu, investor perlu memahami jenis izin dan kegiatan usaha perusahaan sebelum menggunakan jasanya.

Peran Broker sebagai Perantara Investor dan Pasar

Peran utama broker adalah memfasilitasi hubungan antara investor dan pasar modal. Peran tersebut diwujudkan melalui beberapa fungsi yang saling berkaitan. Pertama, broker menyediakan akses perdagangan melalui sistem yang terhubung dengan mekanisme perdagangan bursa. Melalui fasilitas ini, investor dapat menyampaikan pesanan dan memperoleh informasi mengenai status pesanan serta transaksi yang telah terjadi. Akses tersebut menjadi dasar layanan perantara yang disediakan perusahaan sekuritas.

Kedua, broker menjalankan fungsi administrasi transaksi nasabah. Fungsi ini mencakup pencatatan pesanan, penyampaian konfirmasi transaksi, penyediaan laporan aktivitas rekening, dan penyampaian informasi yang berkaitan dengan penggunaan layanan. Administrasi yang tertib membantu investor menelusuri aktivitas pada rekening efeknya.

Ketiga, broker dapat menyediakan informasi dan riset untuk membantu investor memahami perkembangan pasar serta perusahaan yang menjadi objek perhatian. Informasi tersebut dapat berbentuk laporan sektor industri, ulasan kondisi pasar, kalender aksi korporasi, maupun hasil penelitian analis. Meskipun demikian, informasi dan riset dari broker tetap perlu dinilai secara kritis karena dapat memiliki asumsi, keterbatasan, dan sudut pandang tertentu.

Keempat, broker berperan dalam memberikan dukungan layanan kepada nasabah. Dukungan ini dapat berupa bantuan teknis, penjelasan penggunaan fasilitas, penanganan kendala administrasi, serta penerimaan pengaduan. Kualitas dukungan tersebut penting karena investor membutuhkan saluran komunikasi yang jelas ketika menghadapi masalah.

Di Maggio, Egan, dan Franzoni (2022) menunjukkan bahwa jasa perantara dalam pasar saham memiliki nilai yang lebih luas daripada sekadar pelaksanaan transaksi. Penelitian mereka memperlihatkan bahwa investor juga memperhatikan akses terhadap layanan informasi dan riset yang disediakan perantara. Dengan demikian, kualitas broker dapat dinilai dari keseluruhan layanan yang diberikan, bukan hanya dari kemampuannya meneruskan pesanan investor.

Jenis Layanan Perusahaan Broker

Layanan perusahaan broker dapat berbeda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Perbedaan tersebut umumnya berkaitan dengan segmen nasabah, model bisnis, kemampuan teknologi, serta strategi perusahaan dalam memberikan nilai tambah kepada investor.

Salah satu layanan utama adalah **layanan perantara perdagangan efek**. Layanan ini memungkinkan investor mengakses sistem perdagangan melalui fasilitas yang disediakan



perusahaan sekuritas. Kualitas layanan dapat dilihat dari keandalan sistem, kejelasan informasi pesanan, dan ketertiban administrasi transaksi.

Layanan berikutnya adalah **informasi dan riset investasi**. Perusahaan broker tertentu menyediakan laporan penelitian yang membahas perkembangan ekonomi, sektor industri, dan perusahaan tercatat. Layanan ini dapat membantu investor memperoleh perspektif tambahan ketika mempelajari kondisi pasar. Namun, laporan riset bukan jaminan hasil investasi dan tidak menggantikan tanggung jawab investor untuk menilai informasi secara mandiri.

Perusahaan broker juga dapat menyediakan **layanan edukasi dan literasi keuangan**. Bentuknya dapat berupa seminar, kelas daring, artikel edukasi, video pembelajaran, atau penjelasan mengenai penggunaan fasilitas investasi. Layanan edukasi yang baik seharusnya menyajikan informasi secara seimbang, termasuk menjelaskan risiko dan keterbatasan produk atau layanan.

Selain itu, terdapat **layanan konsultasi atau dukungan nasabah** yang membantu investor memahami fitur, prosedur administrasi, serta informasi terkait rekening. Layanan ini perlu dibedakan dari pemberian rekomendasi investasi yang mungkin tunduk pada ketentuan dan izin tersendiri.

Perbedaan Model Layanan Broker Tradisional dan Digital

Perkembangan teknologi telah mengubah cara perusahaan broker berinteraksi dengan nasabah. Pada model layanan tradisional, komunikasi antara investor dan perusahaan sekuritas lebih banyak dilakukan melalui kantor cabang, tenaga pemasaran, atau perwakilan perusahaan. Model ini memungkinkan interaksi langsung, terutama bagi investor yang membutuhkan penjelasan secara tatap muka.

Sementara itu, broker digital memanfaatkan aplikasi dan jaringan internet untuk menyediakan sebagian besar layanan kepada nasabah. Pendaftaran, penyampaian pesanan, pemantauan rekening, dan akses informasi dapat dilakukan melalui perangkat elektronik. Model ini menawarkan kemudahan akses dan efisiensi, tetapi juga menuntut kesiapan teknologi serta kemampuan pengguna dalam mengelola aktivitas secara mandiri.

Perbedaan kedua model tersebut tidak selalu berarti bahwa satu model lebih baik daripada model lainnya. Broker tradisional dapat lebih sesuai bagi investor yang membutuhkan interaksi langsung, sedangkan broker digital dapat lebih sesuai bagi pengguna yang mengutamakan fleksibilitas dan akses mandiri. Bahkan, banyak perusahaan sekuritas menggabungkan keduanya melalui layanan digital yang didukung kantor cabang dan pusat bantuan.

Dengan demikian, investor perlu menilai model layanan berdasarkan kebutuhan, kebiasaan penggunaan teknologi, dan tingkat bantuan yang diharapkan.

Nilai Tambah Broker bagi Investor

Nilai tambah perusahaan broker terletak pada kemampuannya memberikan layanan yang membantu investor mengelola hubungan dengan pasar modal secara lebih efektif. Nilai tersebut dapat berasal dari kemudahan akses, informasi yang relevan, dukungan administrasi, layanan edukasi, dan kualitas sistem.



Penelitian Di Maggio et al. (2022) memberikan gambaran bahwa layanan perantara dapat memiliki nilai ekonomi bagi investor, khususnya ketika broker menyediakan akses terhadap informasi dan riset yang bermanfaat. Artinya, investor tidak selalu memperoleh manfaat terbesar dari broker dengan biaya paling rendah. Dalam kondisi tertentu, layanan tambahan yang berkualitas dapat memberikan nilai yang sepadan dengan biaya yang dibayarkan.

Namun, layanan tambahan perlu dievaluasi berdasarkan manfaat nyata. Investor sebaiknya tidak menganggap banyaknya fitur sebagai bukti bahwa broker tersebut lebih baik. Fitur yang tidak sesuai dengan kebutuhan justru dapat menambah kompleksitas penggunaan. Oleh karena itu, nilai tambah broker harus dilihat dari kesesuaian layanan dengan kebutuhan investor.

8.2 LEGALITAS, REGULASI, DAN PERLINDUNGAN INVESTOR

Legalitas merupakan aspek mendasar yang perlu diperiksa sebelum investor menggunakan jasa perusahaan broker. Dalam pasar modal, kegiatan perantara perdagangan efek merupakan kegiatan yang diatur dan memerlukan izin sesuai ketentuan regulator. Legalitas menunjukkan bahwa perusahaan telah memenuhi persyaratan tertentu untuk menjalankan kegiatan usaha yang diizinkan.

Investor perlu membedakan antara perusahaan yang memiliki izin sebagai perusahaan efek dan pihak yang hanya menyediakan aplikasi, teknologi, atau layanan informasi. Sebuah aplikasi yang terlihat profesional belum tentu merupakan perusahaan sekuritas yang memiliki kewenangan untuk menjalankan kegiatan perantara perdagangan efek. Oleh sebab itu, pemeriksaan legalitas harus diarahkan pada entitas hukum yang benar-benar menyediakan layanan perantara tersebut.

Di Indonesia, pengawasan sektor pasar modal berada dalam kewenangan Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Investor dapat menggunakan informasi resmi regulator untuk memeriksa status perusahaan dan memahami ketentuan yang berlaku. Pemeriksaan sebaiknya dilakukan melalui kanal resmi, bukan hanya berdasarkan klaim pada iklan, media sosial, atau materi promosi perusahaan.

Legalitas juga perlu diperiksa kembali secara berkala. Status perizinan, kegiatan usaha, dan ketentuan operasional dapat berubah seiring perkembangan regulasi. Investor sebaiknya memastikan bahwa informasi yang digunakan merupakan informasi terbaru ketika akan membuka rekening atau menggunakan layanan broker.

Kerangka Regulasi Perusahaan Sekuritas di Indonesia

Kegiatan perusahaan sekuritas di Indonesia berada dalam kerangka regulasi pasar modal dan ketentuan sektor jasa keuangan. Regulasi tersebut mengatur perizinan, kegiatan usaha, kewajiban perusahaan, perilaku pelaku usaha, serta perlindungan bagi konsumen dan investor.

Undang-Undang Pasar Modal beserta perubahan dan ketentuan pelaksanaannya menjadi salah satu landasan pengaturan kegiatan pasar modal. Selain itu, perusahaan sekuritas juga harus memperhatikan peraturan OJK yang mengatur kegiatan perantara



pedagang efek, perilaku perusahaan efek, pengelolaan rekening nasabah, serta kewajiban penyampaian informasi.

Bursa Efek Indonesia memiliki peran dalam penyelenggaraan perdagangan dan pengaturan kegiatan yang berkaitan dengan anggota bursa. Sementara itu, Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) menjalankan fungsi penyimpanan dan penyelesaian efek secara terpusat sesuai sistem yang berlaku. Ketiga lembaga tersebut memiliki fungsi yang berbeda, tetapi saling berkaitan dalam ekosistem pasar modal.

Bagi investor, memahami keberadaan lembaga-lembaga tersebut membantu mengenali jalur pengawasan dan infrastruktur yang mendukung keamanan administrasi kepemilikan efek. Investor tidak perlu menguasai seluruh peraturan secara teknis, tetapi perlu mengetahui bahwa layanan broker beroperasi dalam sistem yang memiliki pengawasan dan ketentuan tertentu.

Perlindungan Dana dan Aset Investor

Salah satu hal penting dalam memilih broker adalah memahami bagaimana dana dan aset investor dicatat, disimpan, dan diawasi. Investor perlu mengetahui perbedaan antara dana yang digunakan untuk transaksi dan efek yang tercatat sebagai kepemilikan nasabah. Dalam sistem pasar modal Indonesia, pencatatan kepemilikan efek dan administrasi rekening nasabah didukung oleh infrastruktur pasar modal, termasuk KSEI. Investor dapat memanfaatkan fasilitas informasi kepemilikan efek yang disediakan lembaga tersebut untuk memeriksa portofolio dan aktivitas yang tercatat atas namanya.

Salah satu fasilitas yang dikenal adalah AKSes KSEI, yaitu sarana bagi investor untuk memantau informasi kepemilikan efek dan posisi dana pada rekening terkait. Keberadaan fasilitas ini memberikan lapisan transparansi tambahan karena investor tidak hanya bergantung pada tampilan aplikasi perusahaan broker. Meskipun demikian, investor tetap perlu menjaga kerahasiaan identitas, kata sandi, kode autentikasi, dan perangkat yang digunakan untuk mengakses rekening. Perlindungan aset tidak hanya bergantung pada sistem lembaga, tetapi juga pada perilaku keamanan pengguna.

Keamanan Data dan Kerahasiaan Informasi Nasabah

Perusahaan broker mengelola berbagai informasi nasabah, seperti identitas, data kontak, dokumen pembukaan rekening, informasi rekening bank, dan catatan aktivitas transaksi. Informasi tersebut harus dikelola dengan memperhatikan prinsip keamanan dan kerahasiaan data. Dalam layanan digital, risiko keamanan dapat muncul melalui pencurian kredensial, penipuan identitas, rekayasa sosial, akses tidak sah, maupun kebocoran data. Risiko tersebut dapat meningkat apabila investor menggunakan kata sandi yang mudah ditebak, membagikan kode autentikasi, atau mengakses aplikasi melalui jaringan dan perangkat yang tidak aman.

Investor perlu memperhatikan fitur keamanan yang disediakan broker, misalnya autentikasi berlapis, notifikasi aktivitas rekening, pengelolaan perangkat, serta prosedur pemulihan akun. Perusahaan yang memiliki prosedur keamanan dan komunikasi insiden yang jelas memberikan dasar yang lebih baik bagi investor untuk memahami cara perlindungan rekeningnya.



Tampubolon, Gultom, dan Sudaryat (2022) membahas perlindungan hukum investor dalam transaksi saham online dengan menyoroti tanggung jawab perusahaan sekuritas dan pentingnya ketentuan pasar modal. Kajian tersebut relevan untuk menegaskan bahwa penggunaan platform digital tidak menghilangkan tanggung jawab hukum penyedia layanan maupun kebutuhan perlindungan bagi investor.

Penanganan Pengaduan dan Penyelesaian Perselisihan

Kualitas perlindungan investor juga dapat dilihat dari mekanisme penanganan pengaduan yang disediakan perusahaan broker. Investor perlu mengetahui saluran resmi yang dapat digunakan ketika menghadapi kendala, seperti perbedaan catatan transaksi, kesulitan mengakses rekening, dugaan penyalahgunaan akun, atau ketidaksesuaian layanan dengan perjanjian.

Perusahaan broker sebaiknya memiliki prosedur pengaduan yang jelas, termasuk informasi mengenai kanal komunikasi, dokumen yang diperlukan, waktu penanganan, dan tahapan eskalasi. Kejelasan prosedur membantu investor mengetahui langkah yang perlu dilakukan ketika menghadapi masalah.

Investor juga perlu menyimpan bukti komunikasi, konfirmasi transaksi, laporan rekening, dan dokumen lain yang berkaitan dengan pengaduan. Dokumentasi tersebut dapat membantu proses pemeriksaan dan penyelesaian masalah. Apabila penyelesaian melalui perusahaan tidak memberikan hasil yang memadai, investor dapat mencari informasi mengenai mekanisme pengaduan dan penyelesaian sengketa melalui lembaga resmi sesuai kewenangannya. Dalam hal ini, investor perlu menggunakan saluran resmi OJK atau lembaga penyelesaian sengketa sektor jasa keuangan yang berlaku, bukan perantara tidak resmi yang menjanjikan penyelesaian secara instan.

Prinsip Kehati-hatian dalam Memeriksa Legalitas Broker

Pemeriksaan legalitas sebaiknya dilakukan secara sistematis. Investor dapat memulai dengan memastikan nama badan hukum perusahaan, kemudian mencocokkannya dengan daftar atau informasi resmi regulator. Setelah itu, investor perlu memastikan kegiatan usaha yang diizinkan sesuai dengan layanan yang akan digunakan.

Investor juga perlu memeriksa alamat dan saluran komunikasi resmi perusahaan, termasuk situs web, aplikasi, dan kontak layanan nasabah. Peniruan nama atau identitas perusahaan yang sah dapat digunakan oleh pihak tidak bertanggung jawab untuk melakukan penipuan. Karena itu, keberadaan nama yang mirip dengan perusahaan terkenal tidak cukup untuk membuktikan bahwa suatu aplikasi atau pihak merupakan penyedia layanan resmi. Prinsip kehati-hatian ini penting karena keamanan investasi tidak hanya ditentukan oleh pilihan saham, tetapi juga oleh keabsahan pihak yang mengelola akses investor ke pasar modal.

8.3 BIAYA TRANSAKSI DAN TRANSPARANSI LAYANAN BROKER

Biaya merupakan salah satu faktor yang perlu dipertimbangkan ketika memilih perusahaan broker. Setiap perusahaan sekuritas dapat menerapkan struktur biaya yang berbeda, bergantung pada model bisnis, jenis layanan, fasilitas yang diberikan, dan kebijakan



perusahaan. Perbedaan tersebut dapat memengaruhi total pengeluaran investor selama menggunakan layanan broker.

Dalam praktiknya, biaya yang dikenakan kepada nasabah tidak selalu hanya berupa komisi transaksi. Terdapat biaya lain yang mungkin berkaitan dengan mekanisme perdagangan, penyelesaian transaksi, pajak, atau penggunaan fasilitas tertentu. Oleh karena itu, investor perlu memahami keseluruhan komponen biaya yang tercantum dalam ketentuan perusahaan. Secara umum, struktur biaya broker dapat dikelompokkan menjadi beberapa jenis. Pertama, **komisi transaksi**, yaitu biaya jasa yang dikenakan perusahaan sekuritas atas pelaksanaan transaksi beli atau jual. Komisi dapat dinyatakan dalam persentase dari nilai transaksi dan dapat berbeda antara transaksi pembelian dan penjualan.

Kedua, **biaya yang berkaitan dengan mekanisme pasar dan penyelesaian transaksi**. Biaya ini dapat mencakup pungutan atau komponen biaya yang timbul dari proses perdagangan dan penyelesaian efek sesuai ketentuan yang berlaku. Ketiga, **pajak dan pungutan pemerintah** yang berkaitan dengan transaksi atau penghasilan dari investasi. Perlakuan pajak dapat berbeda berdasarkan jenis transaksi dan ketentuan perpajakan yang berlaku. Investor perlu membedakan biaya jasa broker dengan kewajiban pajak karena keduanya memiliki dasar pengenaan yang berbeda.

Keempat, **biaya layanan tambahan**, yaitu biaya yang mungkin dikenakan atas fasilitas tertentu, misalnya penggunaan layanan khusus, laporan tertentu, atau fasilitas pendukung yang tidak termasuk dalam layanan standar. Tidak semua perusahaan mengenakan biaya tambahan semacam ini, sehingga ketentuannya perlu diperiksa secara individual.

Komisi Transaksi Beli dan Jual

Komisi transaksi merupakan salah satu komponen biaya yang paling mudah dikenali ketika membandingkan perusahaan broker. Pada umumnya, perusahaan sekuritas menetapkan tarif berbeda untuk transaksi pembelian dan penjualan saham. Perbedaan ini perlu diperhatikan karena investor dapat dikenai komisi pada kedua sisi transaksi. Sebagai ilustrasi, seorang investor melakukan pembelian saham senilai Rp10.000.000 dengan tarif komisi beli sebesar 0,15%. Biaya komisi pembelian dapat dihitung sebagai berikut:

$$Komisi\ beli = Rp10.000.000 \times 0{,}15\%$$
$$Komisi\ beli = Rp15.000$$

Apabila investor kemudian menjual saham senilai Rp11.000.000 dengan tarif komisi jual sebesar 0,25%, biaya komisi penjualan adalah:

$$Komisi\ jual = Rp11.000.000 \times 0{,}25\%$$
$$Komisi\ jual = Rp27.500$$

Dengan demikian, total komisi transaksi beli dan jual adalah Rp42.500, belum termasuk komponen biaya lain dan pajak yang mungkin berlaku. Ilustrasi tersebut menunjukkan bahwa biaya broker perlu dihitung berdasarkan keseluruhan aktivitas, bukan hanya tarif pembelian



atau penjualan secara terpisah. Investor yang hanya memperhatikan satu sisi transaksi dapat memperoleh gambaran yang tidak lengkap mengenai total biaya penggunaan layanan.

Biaya Eksplisit dan Biaya Implisit

Dalam mengevaluasi biaya broker, investor perlu membedakan antara biaya eksplisit dan biaya implisit. Biaya eksplisit merupakan biaya yang terlihat secara langsung dan biasanya tercantum dalam daftar tarif perusahaan, seperti komisi beli dan jual. Sementara itu, biaya implisit merupakan biaya yang tidak selalu ditampilkan sebagai komisi, tetapi dapat memengaruhi nilai ekonomi transaksi.

Salah satu bentuk biaya implisit adalah *bid-ask spread*, yaitu selisih antara harga penawaran beli tertinggi dan harga penawaran jual terendah pada suatu efek. Spread dapat menjadi bagian dari biaya yang ditanggung investor ketika melakukan transaksi, terutama apabila saham memiliki likuiditas yang terbatas.

Selain spread, kualitas harga eksekusi juga dapat memengaruhi biaya efektif. Pesanan yang dieksekusi pada harga yang kurang menguntungkan dibandingkan harga yang tersedia atau tolok ukur yang relevan dapat menimbulkan biaya implisit bagi investor.

Dengan demikian, broker yang menawarkan komisi rendah belum tentu selalu memberikan total biaya transaksi paling rendah. Perbandingan perlu mempertimbangkan komisi, spread, kualitas harga eksekusi, serta komponen biaya lainnya.

Fenomena Komisi Nol (*Zero Commission*)

Persaingan di industri broker digital mendorong sebagian perusahaan menawarkan layanan perdagangan dengan komisi nol atau *zero commission*. Strategi ini bertujuan menarik pengguna baru dan meningkatkan volume aktivitas pada platform. Bagi investor, penawaran tersebut terlihat menguntungkan karena biaya komisi langsung dapat dikurangi atau bahkan dihilangkan. Namun, komisi nol tidak berarti transaksi sepenuhnya bebas biaya. Investor tetap perlu memperhatikan biaya lain yang mungkin timbul, termasuk spread, biaya penyelesaian, pajak, dan kemungkinan perbedaan kualitas harga eksekusi.

Penelitian Adams, Kasten, dan Kelley (2024) mengenai biaya perdagangan ritel pada broker yang menerapkan komisi nol menunjukkan pentingnya membedakan antara komisi yang diiklankan dan biaya perdagangan secara keseluruhan. Penghapusan komisi tidak otomatis menghilangkan biaya yang berkaitan dengan pelaksanaan transaksi. Oleh karena itu, investor perlu membaca ketentuan layanan secara menyeluruh. Penawaran komisi nol sebaiknya dievaluasi berdasarkan total biaya efektif dan kualitas layanan yang diperoleh, bukan hanya berdasarkan pesan promosi.

Perbandingan Struktur Tarif Broker

Perbandingan biaya dapat dilakukan dengan menggunakan simulasi nilai transaksi yang sama. Cara ini membantu investor memahami bagaimana perbedaan tarif memengaruhi pengeluaran dalam kondisi yang setara. Misalnya, terdapat tiga perusahaan broker dengan struktur komisi ilustratif berikut.

Komponen	Broker A	Broker B	Broker C
Komisi beli	0,15%	0,10%	0,00%

Komisi jual	0,25%	0,20%	0,15%
Layanan riset	Tersedia	Terbatas	Tidak termasuk
Fasilitas edukasi	Tersedia	Tersedia	Terbatas
Dukungan nasabah	Telepon dan surel	Pusat bantuan daring	Pusat bantuan daring
Catatan: Angka dan fasilitas pada tabel merupakan ilustrasi untuk menjelaskan cara membandingkan broker, bukan tarif perusahaan sekuritas tertentu.			

Dari tabel tersebut, Broker C memiliki komisi beli nol, tetapi komisi jualnya tetap dikenakan. Broker A memiliki komisi lebih tinggi dibandingkan Broker B, tetapi menyediakan layanan riset dan dukungan yang lebih beragam. Investor perlu menilai apakah layanan tambahan tersebut benar-benar dibutuhkan dan memberikan manfaat yang sepadan.

Perbandingan semacam ini juga memperlihatkan bahwa pemilihan broker tidak dapat dilakukan hanya dengan mengurutkan tarif dari yang paling rendah. Kualitas layanan, kebutuhan informasi, kemudahan akses, dan transparansi biaya perlu dinilai secara bersamaan.

Pengaruh Struktur Biaya terhadap Keputusan Investor

Struktur biaya dapat memengaruhi perilaku dan keputusan investor dalam menggunakan layanan broker. Investor yang melakukan transaksi dengan frekuensi tinggi mungkin lebih sensitif terhadap perbedaan tarif dibandingkan investor yang jarang melakukan transaksi. Akumulasi komisi dalam jangka waktu tertentu dapat menjadi pengeluaran yang berarti apabila aktivitas transaksi berlangsung berulang kali.

Sebaliknya, investor yang lebih mengutamakan layanan riset atau dukungan konsultasi mungkin bersedia membayar biaya yang relatif lebih tinggi apabila fasilitas tersebut memberikan manfaat yang sesuai dengan kebutuhannya. Artinya, penilaian terhadap biaya perlu mempertimbangkan pola penggunaan layanan.

Meyer dan Uhr (2026) membahas bagaimana pilihan antara tarif tetap dan komisi berbasis transaksi dapat memengaruhi keputusan konsumen dalam menggunakan layanan keuangan. Penelitian tersebut relevan untuk menunjukkan bahwa struktur biaya tidak hanya memengaruhi besarnya pengeluaran, tetapi juga dapat memengaruhi cara pengguna memilih dan memanfaatkan suatu layanan.

Investor sebaiknya tidak memilih struktur biaya hanya berdasarkan perkiraan aktivitas saat ini. Perubahan kebutuhan dan frekuensi penggunaan layanan dapat membuat struktur tarif yang semula terlihat murah menjadi kurang sesuai. Evaluasi berkala diperlukan agar biaya tetap sejalan dengan pola penggunaan broker.

Transparansi Biaya sebagai Indikator Kualitas Broker

Transparansi biaya merupakan salah satu indikator penting dalam menilai profesionalitas perusahaan broker. Perusahaan yang transparan seharusnya menyediakan informasi tarif secara jelas, mudah ditemukan, dan mudah dipahami oleh nasabah. Informasi tersebut perlu menjelaskan komponen biaya, dasar pengenaan, waktu pemotongan, serta kemungkinan perubahan tarif.

Transparansi juga berkaitan dengan penyampaian laporan transaksi. Investor perlu dapat melihat nilai transaksi, komisi, pungutan, dan komponen biaya lainnya secara terperinci.



Rincian tersebut membantu nasabah memahami bagaimana nilai akhir transaksi dihitung. Ketidakjelasan biaya dapat menimbulkan kesalahpahaman dan mengurangi kepercayaan nasabah. Oleh sebab itu, sebelum memilih broker, investor sebaiknya memeriksa daftar tarif resmi dan meminta penjelasan apabila terdapat komponen biaya yang belum dipahami.

8.4 TEKNOLOGI, PLATFORM PERDAGANGAN, DAN KUALITAS EKSEKUSI

Teknologi menjadi bagian utama dalam kegiatan perusahaan broker modern. Penggunaan sistem digital memungkinkan perusahaan menyediakan layanan kepada nasabah tanpa harus bergantung sepenuhnya pada interaksi di kantor cabang. Investor dapat mengakses informasi rekening, memantau aktivitas, dan menggunakan fasilitas perdagangan melalui aplikasi atau situs web.

Platform perdagangan digital berfungsi sebagai antarmuka antara investor dan sistem layanan broker. Melalui platform tersebut, investor memperoleh informasi mengenai status pesanan, data pasar, saldo rekening, portofolio, dan riwayat transaksi. Kualitas platform dapat memengaruhi kenyamanan pengguna serta kemudahan dalam mengakses informasi yang diperlukan.

Namun, keberadaan aplikasi yang memiliki banyak fitur tidak otomatis menunjukkan kualitas teknologi yang tinggi. Aspek penting lainnya meliputi kestabilan sistem, keakuratan informasi, kecepatan respons, perlindungan data, serta kemampuan perusahaan menangani gangguan. Platform yang sederhana tetapi stabil dapat lebih bermanfaat daripada aplikasi dengan banyak fitur yang sering mengalami kendala.

Fitur Utama Platform Perdagangan

Platform perdagangan yang baik seharusnya menyediakan fitur yang mendukung kebutuhan administrasi dan pemantauan aktivitas investor. Salah satu fitur penting adalah tampilan informasi rekening, yang memungkinkan nasabah memeriksa posisi dana dan informasi portofolio sesuai hak aksesnya.

Fitur lain adalah riwayat aktivitas. Melalui fitur ini, investor dapat meninjau catatan pesanan dan transaksi yang telah dilakukan. Informasi yang tersusun dengan baik membantu pengguna melakukan pemeriksaan apabila terdapat perbedaan antara catatan pribadi dan catatan perusahaan.

Platform juga dapat menyediakan notifikasi mengenai status pesanan, aktivitas rekening, perubahan informasi, atau pemberitahuan penting lainnya. Notifikasi yang tepat waktu membantu investor mengetahui aktivitas pada rekening dan mendeteksi kejadian yang tidak biasa.

Fitur keamanan juga perlu menjadi perhatian, misalnya autentikasi berlapis, pengelolaan perangkat yang terhubung, pengaturan kata sandi, serta pemberitahuan ketika terjadi akses baru. Fitur-fitur tersebut dapat membantu mengurangi risiko akses tidak sah apabila digunakan secara benar. Selain fitur utama tersebut, beberapa broker menyediakan fasilitas riset, grafik, kalender aksi korporasi, dan berita pasar. Fasilitas tambahan ini dapat memberikan kemudahan, tetapi investor perlu menilai relevansinya dengan kebutuhan. Banyaknya fitur bukan satu-satunya ukuran kualitas platform.



Stabilitas Sistem dan Keandalan Teknologi

Stabilitas sistem merupakan kemampuan platform broker untuk beroperasi secara konsisten ketika digunakan oleh nasabah. Gangguan sistem dapat terjadi akibat pemeliharaan, lonjakan jumlah pengguna, kendala jaringan, kesalahan perangkat lunak, atau masalah pada infrastruktur pendukung.

Bagi investor, gangguan teknologi dapat menghambat akses terhadap informasi rekening dan layanan yang disediakan broker. Karena itu, perusahaan perlu memiliki sistem pemantauan, prosedur pemulihan, dan saluran komunikasi ketika terjadi gangguan. Investor dapat menilai keandalan teknologi melalui beberapa indikator, seperti frekuensi gangguan, kecepatan pemulihan, ketersediaan informasi status layanan, serta kualitas bantuan teknis. Pengalaman pengguna lain dapat menjadi sumber informasi tambahan, tetapi perlu dinilai secara kritis karena pengalaman tersebut belum tentu mewakili kinerja sistem secara keseluruhan.

Keandalan teknologi juga berkaitan dengan kapasitas perusahaan dalam mengelola pertumbuhan jumlah nasabah. Platform yang mampu beroperasi pada kondisi penggunaan normal belum tentu memiliki kinerja yang sama ketika terjadi lonjakan aktivitas pasar. Oleh sebab itu, kesiapan infrastruktur merupakan aspek yang penting dalam menilai kualitas perusahaan broker digital.

Kualitas Eksekusi Pesanan

Kualitas eksekusi merupakan kemampuan broker dalam menangani dan meneruskan pesanan investor sehingga pesanan tersebut diproses sesuai ketentuan dan memperoleh hasil pelaksanaan yang kompetitif. Aspek ini berbeda dari tampilan aplikasi atau kemudahan penggunaan. Aplikasi dapat terlihat menarik, tetapi kualitas pelaksanaan pesanan tetap perlu dievaluasi secara terpisah.

Kualitas eksekusi dapat dilihat melalui beberapa aspek. Pertama, ketepatan penerusan pesanan, yaitu kemampuan sistem menyampaikan instruksi investor secara benar. Kedua, kecepatan pemrosesan, yaitu waktu yang diperlukan sistem untuk menerima dan meneruskan pesanan. Ketiga, akurasi informasi status pesanan, sehingga investor dapat mengetahui apakah pesanan masih menunggu, telah diproses, atau telah terlaksana. Keempat, kualitas harga pelaksanaan, yaitu seberapa menguntungkan harga transaksi dibandingkan dengan tolok ukur yang relevan pada saat pesanan diproses.

Kualitas eksekusi perlu dinilai dengan mempertimbangkan karakteristik pasar, jenis pesanan, likuiditas efek, dan kondisi perdagangan. Harga pelaksanaan yang berbeda tidak selalu menunjukkan adanya kesalahan broker karena kondisi pasar dapat berubah dalam waktu singkat. Namun, perusahaan tetap perlu memiliki prosedur yang memadai untuk menangani pesanan dan menyampaikan informasi kepada nasabah secara akurat.

Cimon (2021) membahas keputusan broker dalam meneruskan pesanan pada pasar dengan mekanisme *limit order*. Kajian tersebut menunjukkan bahwa keputusan penerusan pesanan dapat dipengaruhi oleh struktur biaya dan insentif yang dihadapi perantara. Hal ini memperlihatkan bahwa mekanisme internal broker dapat memiliki konsekuensi terhadap kualitas layanan yang diterima investor.



Dyhrberg, Shkilko, dan Werner (2025) juga meneliti kualitas eksekusi transaksi investor ritel. Penelitian tersebut memperkuat pentingnya menilai bagaimana pesanan investor dilaksanakan, bukan hanya melihat komisi yang dikenakan perusahaan. Dengan demikian, kualitas eksekusi menjadi salah satu unsur penting dalam evaluasi broker modern.

Transparansi Penerusan Pesanan dan Harga Eksekusi

Investor sebaiknya memperhatikan sejauh mana perusahaan broker memberikan informasi mengenai proses penerusan dan pelaksanaan pesanan. Informasi tersebut dapat mencakup status pesanan, waktu pemrosesan, harga pelaksanaan, dan catatan transaksi yang dapat ditelusuri. Transparansi ini penting karena investor tidak selalu mengetahui seluruh proses teknis yang berlangsung setelah pesanan dikirim melalui aplikasi. Perusahaan broker memiliki tanggung jawab untuk menyediakan informasi yang dapat membantu nasabah memahami hasil pemrosesan pesanan.

Schwarz (2025) melalui penelitian mengenai harga aktual transaksi ritel menunjukkan bahwa harga pelaksanaan dapat berbeda di antara broker, bahkan ketika pesanan yang dibandingkan memiliki karakteristik serupa. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa komisi yang terlihat pada aplikasi bukan satu-satunya faktor yang menentukan biaya efektif suatu transaksi.

Oleh karena itu, investor perlu menilai kemampuan broker dalam menyediakan catatan transaksi yang jelas dan informasi yang memadai mengenai pelaksanaan pesanan. Apabila informasi tidak tersedia secara transparan, investor akan lebih sulit mengevaluasi kualitas layanan yang diterima.

Kemudahan Penggunaan dan Pengalaman Pengguna

Pengalaman pengguna atau *user experience* merupakan aspek yang berkaitan dengan kemudahan seseorang dalam memahami dan menggunakan platform broker. Platform yang baik seharusnya memiliki tampilan yang jelas, navigasi yang mudah dipahami, serta susunan informasi yang membantu pengguna menemukan fungsi yang diperlukan.

Kemudahan penggunaan menjadi penting terutama bagi investor yang belum terbiasa menggunakan layanan digital. Antarmuka yang terlalu kompleks dapat meningkatkan kemungkinan kesalahan penggunaan. Sebaliknya, desain yang terstruktur dapat membantu pengguna memahami fungsi setiap menu dan mengurangi kebingungan. Pengalaman pengguna juga mencakup konsistensi tampilan, kecepatan akses, kemudahan memperoleh bantuan, dan kesesuaian platform dengan perangkat yang digunakan. Perusahaan yang memperhatikan pengalaman pengguna biasanya melakukan pembaruan berdasarkan kebutuhan dan masukan nasabah.

Subagyo, Perdana, dan Triyanto (2026) mengkaji hubungan penerimaan teknologi, kepercayaan, kelengkapan fitur, dan volume transaksi saham investor ritel. Penelitian tersebut dapat digunakan untuk menjelaskan bahwa penerimaan platform tidak hanya ditentukan oleh ketersediaan fitur, tetapi juga oleh kepercayaan dan persepsi pengguna terhadap teknologi yang digunakan.



Teknologi sebagai Faktor Pembeda Antarbroker

Teknologi dapat menjadi faktor pembeda yang kuat di antara perusahaan broker. Sebagian perusahaan mengembangkan aplikasi dengan fitur dasar yang berfokus pada kemudahan penggunaan, sedangkan perusahaan lain menyediakan platform yang lebih lengkap dengan fasilitas analisis, informasi pasar, dan layanan pendukung.

Perbedaan tersebut mencerminkan strategi perusahaan dalam melayani segmen nasabah yang berbeda. Investor yang mengutamakan kesederhanaan mungkin lebih nyaman menggunakan aplikasi dengan tampilan sederhana. Sementara itu, investor yang membutuhkan informasi lebih lengkap dapat mempertimbangkan platform dengan fasilitas riset dan pemantauan yang lebih luas.

Meskipun demikian, teknologi tidak seharusnya menjadi satu-satunya dasar pemilihan broker. Platform yang canggih tetap harus didukung legalitas yang jelas, perlindungan aset, transparansi biaya, dan mekanisme layanan yang dapat dipertanggungjawabkan.

8.5 KUALITAS LAYANAN DAN STRATEGI MEMILIH PERUSAHAAN BROKER

Kualitas layanan merupakan kemampuan perusahaan broker dalam memenuhi kebutuhan nasabah secara konsisten. Kualitas tersebut tidak hanya berkaitan dengan teknologi, tetapi juga mencakup kejelasan informasi, ketepatan administrasi, kemudahan komunikasi, dan kemampuan perusahaan menangani masalah.

Salah satu indikator kualitas layanan adalah **responsivitas**, yaitu kemampuan perusahaan memberikan tanggapan terhadap pertanyaan atau kendala nasabah. Investor membutuhkan saluran komunikasi yang dapat diakses ketika mengalami masalah pada rekening, kesulitan menggunakan aplikasi, atau membutuhkan penjelasan mengenai administrasi layanan.

Indikator berikutnya adalah **keandalan layanan**, yaitu kemampuan perusahaan menjalankan fungsi sesuai prosedur secara konsisten. Keandalan dapat terlihat dari ketepatan informasi, kesesuaian catatan transaksi, serta konsistensi pelayanan melalui berbagai kanal komunikasi.

Aspek lain adalah **kejelasan komunikasi**. Informasi mengenai biaya, kebijakan perusahaan, perubahan layanan, dan prosedur administrasi perlu disampaikan menggunakan bahasa yang mudah dipahami. Komunikasi yang tidak jelas dapat menimbulkan kesalahpahaman dan mengurangi kepercayaan nasabah.

Layanan Riset dan Informasi sebagai Nilai Tambah

Sebagian perusahaan broker menyediakan layanan riset untuk membantu nasabah memahami perkembangan perusahaan, industri, dan pasar. Layanan tersebut dapat berupa laporan analis, ulasan ekonomi, publikasi sektor, maupun informasi mengenai aksi korporasi. Nilai tambah layanan riset tidak hanya ditentukan oleh banyaknya laporan yang diterbitkan. Investor perlu memperhatikan kualitas sumber data, kejelasan asumsi, konsistensi analisis, dan keterbukaan mengenai keterbatasan informasi. Laporan yang menyajikan kesimpulan tanpa menjelaskan dasar analisisnya akan lebih sulit dievaluasi.



Investor juga perlu memahami bahwa riset yang disediakan broker dapat memiliki potensi konflik kepentingan. Perusahaan sekuritas mungkin memiliki hubungan bisnis dengan emiten atau pihak lain di pasar modal. Karena itu, informasi mengenai potensi konflik kepentingan perlu diperhatikan dan laporan riset tidak seharusnya diterima sebagai jaminan keuntungan.

Di Maggio et al. (2022) menunjukkan bahwa akses terhadap layanan riset dan informasi dapat memberikan nilai bagi investor. Temuan tersebut mendukung pandangan bahwa kualitas broker juga dapat dinilai berdasarkan kemampuan menyediakan informasi yang bermanfaat, bukan semata-mata berdasarkan tarif transaksi.

Edukasi dan Dukungan kepada Nasabah

Layanan edukasi merupakan fasilitas yang dapat membantu investor memahami penggunaan platform, istilah layanan, informasi pasar, dan karakteristik produk yang tersedia. Perusahaan broker dapat menyediakan edukasi melalui artikel, seminar, webinar, video, atau kelas daring.

Edukasi yang berkualitas sebaiknya tidak hanya menonjolkan potensi keuntungan. Materi juga perlu menjelaskan risiko, keterbatasan informasi, dan tanggung jawab pengguna dalam mengambil keputusan. Dengan demikian, edukasi dapat membantu membangun pemahaman yang lebih seimbang.

Dukungan nasabah juga perlu dievaluasi berdasarkan ketersediaan kanal komunikasi dan kejelasan prosedur. Investor dapat memeriksa apakah perusahaan menyediakan layanan melalui telepon, surel, pusat bantuan, atau kantor cabang. Keberadaan berbagai kanal tidak otomatis menunjukkan kualitas tinggi; yang lebih penting adalah apakah saluran tersebut berfungsi dan memberikan penyelesaian yang jelas.

Reputasi dan Kredibilitas Perusahaan Broker

Reputasi merupakan persepsi publik terhadap kualitas, integritas, dan konsistensi perusahaan dalam menjalankan kegiatan usahanya. Reputasi dapat terbentuk melalui pengalaman nasabah, kepatuhan terhadap ketentuan, kualitas layanan, serta kemampuan perusahaan menjaga kepercayaan.

Investor dapat mempertimbangkan reputasi perusahaan melalui beberapa sumber informasi, seperti publikasi resmi, informasi regulator, laporan perusahaan, pengalaman pengguna, dan pemberitaan yang dapat diverifikasi. Namun, reputasi tidak sebaiknya dinilai hanya berdasarkan jumlah pengikut media sosial, popularitas aplikasi, atau promosi yang dilakukan perusahaan.

Perusahaan yang telah lama beroperasi juga tidak otomatis lebih baik daripada perusahaan yang relatif baru. Demikian pula, perusahaan yang memiliki aplikasi populer belum tentu memiliki kualitas layanan yang paling sesuai dengan kebutuhan setiap investor. Reputasi perlu dinilai bersama legalitas, transparansi, keamanan, dan kualitas layanan.

Menyesuaikan Broker dengan Karakteristik Investor

Setiap investor memiliki kebutuhan yang berbeda. Perbedaan tersebut dapat dipengaruhi oleh tingkat pengalaman, kebiasaan menggunakan teknologi, kebutuhan informasi, frekuensi penggunaan layanan, dan preferensi dalam berkomunikasi dengan



perusahaan. Investor yang baru menggunakan layanan pasar modal mungkin lebih membutuhkan platform sederhana, edukasi yang mudah dipahami, dan dukungan nasabah yang responsif. Investor yang telah berpengalaman mungkin lebih memperhatikan kualitas data, fasilitas riset, dan keandalan sistem.

Investor yang jarang melakukan transaksi dapat lebih mengutamakan kemudahan administrasi dan transparansi biaya. Sementara itu, pengguna dengan aktivitas transaksi lebih sering mungkin perlu memberikan perhatian lebih besar pada struktur komisi dan kualitas eksekusi.

Perbedaan kebutuhan tersebut menunjukkan bahwa tidak ada satu perusahaan broker yang selalu menjadi pilihan terbaik bagi semua orang. Broker yang sesuai adalah perusahaan yang memberikan kombinasi layanan paling relevan dengan kebutuhan dan prioritas investor.

Kerangka Evaluasi dalam Memilih Perusahaan Broker

Untuk membantu proses pemilihan, investor dapat menggunakan kerangka evaluasi yang mencakup lima aspek utama berikut.

1. **Legalitas dan perlindungan.** Pastikan perusahaan memiliki izin yang sesuai, identitas badan hukum jelas, serta menyediakan informasi mengenai pengelolaan rekening, keamanan, dan penanganan pengaduan.
2. **Biaya dan transparansi.** Periksa komisi beli dan jual, biaya lain, ketentuan perubahan tarif, serta rincian biaya yang ditampilkan dalam laporan transaksi.
3. **Teknologi dan kualitas eksekusi.** Evaluasi kestabilan aplikasi, keamanan akses, kejelasan status pesanan, dan kualitas informasi pelaksanaan transaksi.
4. **Kualitas layanan.** Periksa ketersediaan layanan pelanggan, kejelasan komunikasi, dukungan administrasi, serta fasilitas edukasi dan riset.
5. **Kesesuaian dengan kebutuhan.** Pilih perusahaan yang layanan, struktur biaya, dan fasilitasnya sesuai dengan kebiasaan serta prioritas penggunaan.

Kerangka tersebut dapat digunakan untuk membandingkan beberapa perusahaan sekuritas secara lebih terstruktur. Investor sebaiknya menghindari penilaian yang hanya berfokus pada satu indikator, karena kualitas broker merupakan gabungan dari berbagai aspek.

Contoh Matriks Perbandingan Perusahaan Broker

Berikut contoh matriks sederhana yang dapat digunakan untuk mengevaluasi beberapa perusahaan broker. Nama dan penilaian pada tabel bersifat ilustratif, bukan hasil penilaian terhadap perusahaan sekuritas tertentu.

Kriteria	Broker A	Broker B	Broker C
Legalitas dan informasi perusahaan	Jelas	Jelas	Perlu diperiksa lebih lanjut
Transparansi biaya	Tinggi	Tinggi	Sedang
Kestabilan aplikasi	Baik	Baik	Cukup
Layanan pelanggan	Telepon dan surel	Pusat bantuan digital	Surel
Fasilitas riset	Lengkap	Terbatas	Tidak tersedia
Edukasi pengguna	Tersedia	Tersedia	Terbatas
Kesesuaian dengan kebutuhan	Perlu disesuaikan	Perlu disesuaikan	Perlu disesuaikan

Matriks tersebut menunjukkan bahwa evaluasi broker dapat dilakukan dengan membandingkan kriteria yang sama. Namun, investor perlu mengisi penilaian berdasarkan informasi aktual dari masing-masing perusahaan, bukan berdasarkan asumsi atau materi promosi. Untuk membuat evaluasi lebih terukur, setiap kriteria dapat diberi bobot sesuai tingkat kepentingannya. Misalnya, investor yang sangat mengutamakan keamanan dapat memberikan bobot lebih besar pada legalitas dan perlindungan. Investor yang membutuhkan informasi mendalam dapat memberikan bobot lebih besar pada layanan riset.

Strategi Akhir dalam Menentukan Perusahaan Broker

Setelah melakukan evaluasi, investor sebaiknya tidak langsung memilih perusahaan hanya karena memperoleh nilai tertinggi pada satu aspek. Hasil perbandingan perlu ditafsirkan berdasarkan kebutuhan dan prioritas penggunaan.



Perusahaan broker memiliki peran penting dalam menyediakan akses dan layanan perantara bagi investor di pasar modal. Dalam perkembangannya, fungsi broker tidak hanya berkaitan dengan penerusan pesanan, tetapi juga mencakup administrasi rekening, penyediaan informasi, layanan riset, edukasi, serta dukungan kepada nasabah. Oleh karena itu, pemilihan broker perlu mempertimbangkan keseluruhan kualitas layanan yang diberikan.

Legalitas dan perlindungan investor merupakan dasar utama yang harus diperiksa sebelum menggunakan jasa perusahaan sekuritas. Investor perlu memastikan bahwa perusahaan memiliki izin sesuai kegiatan usahanya, menyediakan informasi yang transparan, serta memiliki mekanisme perlindungan data dan penanganan pengaduan yang jelas. Keamanan dana dan aset juga perlu dipahami melalui sistem pencatatan dan infrastruktur pasar modal yang berlaku.

Selain legalitas, struktur biaya menjadi faktor penting dalam menentukan kesesuaian broker. Komisi rendah atau penawaran komisi nol tidak selalu berarti biaya transaksi secara keseluruhan lebih murah. Investor perlu memperhatikan biaya eksplisit, biaya implisit, spread, serta kualitas harga eksekusi. Penilaian yang hanya berfokus pada tarif promosi dapat menghasilkan keputusan yang kurang tepat.



Perkembangan teknologi turut mengubah kualitas layanan perusahaan broker. Stabilitas aplikasi, keamanan akses, kejelasan informasi pesanan, dan kualitas eksekusi menjadi aspek yang perlu diperhatikan. Platform digital yang baik tidak hanya menawarkan banyak fitur, tetapi juga harus mampu menyediakan layanan yang andal, mudah digunakan, dan transparan.

Pada akhirnya, tidak terdapat satu perusahaan broker yang selalu menjadi pilihan terbaik bagi semua investor. Pemilihan perlu disesuaikan dengan kebutuhan, tingkat pengalaman, preferensi layanan, dan prioritas masing-masing. Dengan mengevaluasi legalitas, biaya, teknologi, kualitas layanan, dan kesesuaian fasilitas, investor dapat memilih perusahaan broker secara lebih rasional dan terukur.



BAB 9
DASAR-DASAR PERDAGANGAN DAN INVESTASI

9.1 PERDAGANGAN DAN INVESTASI SAHAM

Pasar saham memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam kegiatan ekonomi melalui kepemilikan saham perusahaan terbuka. Melalui pasar modal, seseorang tidak harus mendirikan perusahaan atau memiliki modal dalam jumlah besar untuk ikut menikmati potensi pertumbuhan suatu bisnis. Dengan membeli saham, investor memperoleh bagian kepemilikan atas perusahaan sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya. Kepemilikan tersebut memberikan hak ekonomi tertentu, termasuk potensi memperoleh dividen dan keuntungan dari kenaikan harga saham, dengan tetap memperhatikan risiko kerugian yang mungkin terjadi.

Dalam praktiknya, aktivitas di pasar saham sering kali dibedakan menjadi dua pendekatan utama, yaitu perdagangan saham (stock trading) dan investasi saham (stock investing). Keduanya menggunakan instrumen yang sama, tetapi memiliki tujuan, jangka waktu, intensitas transaksi, serta metode pengambilan keputusan yang berbeda. Perbedaan tersebut penting dipahami karena seseorang yang melakukan perdagangan saham belum tentu memiliki tujuan investasi jangka panjang, sementara investor jangka panjang tidak selalu perlu melakukan transaksi setiap hari.

Perdagangan saham merupakan aktivitas membeli dan menjual saham dalam periode relatif pendek dengan tujuan memperoleh keuntungan dari perubahan harga. Seorang trader berusaha memanfaatkan fluktuasi harga yang terjadi dalam hitungan menit, jam, hari, atau minggu. Keputusan transaksi biasanya didasarkan pada kondisi pasar, momentum harga, volume perdagangan, pola grafik, dan strategi pengelolaan risiko. Trader juga perlu menentukan kapan harus masuk ke pasar (entry point) dan kapan harus keluar (exit point) agar keuntungan maupun kerugian dapat dikendalikan.

Sebaliknya, investasi saham merupakan aktivitas menanamkan modal dengan orientasi kepemilikan dan pertumbuhan nilai aset dalam jangka waktu lebih panjang. Investor tidak semata-mata memperhatikan perubahan harga harian, tetapi lebih menitikberatkan pada kualitas perusahaan, kemampuan menghasilkan laba, prospek bisnis, struktur keuangan, dan potensi pertumbuhan pada masa mendatang. Dalam pendekatan ini, penurunan harga sementara tidak selalu menjadi alasan untuk menjual saham selama kondisi fundamental dan alasan awal investasi masih relevan.

Perbedaan kedua pendekatan tersebut dapat dipahami melalui ilustrasi sederhana. Seorang trader membeli saham perusahaan pada harga Rp1.000 per lembar dan menjualnya ketika harga mencapai Rp1.080 dalam waktu tiga hari. Tujuan utamanya adalah memperoleh keuntungan dari selisih harga. Sementara itu, seorang investor membeli saham perusahaan yang sama karena menilai bisnisnya memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Investor tersebut bersedia mempertahankan kepemilikannya selama beberapa tahun, selama kinerja perusahaan masih sesuai dengan harapan investasinya.



Penelitian Chiah, Tian, dan Zhong (2022) mengenai aktivitas perdagangan investor ritel selama periode pandemi menunjukkan pentingnya memahami perubahan perilaku investor ketika menghadapi kondisi pasar yang tidak biasa. Aktivitas perdagangan investor individu dapat meningkat ketika masyarakat memiliki lebih banyak waktu untuk mengakses platform investasi digital dan ketika terjadi perubahan kondisi ekonomi. Fenomena ini memperlihatkan bahwa keputusan melakukan transaksi tidak selalu didasarkan pada pertimbangan fundamental perusahaan, tetapi juga dapat dipengaruhi oleh kondisi sosial dan perubahan lingkungan.

Sementara itu, Cochrane (2022) melalui kajiannya mengenai portofolio investor jangka panjang menekankan pentingnya mempertimbangkan horizon investasi dan karakteristik risiko dalam menyusun portofolio. Perspektif ini memperlihatkan bahwa strategi investasi perlu disesuaikan dengan kebutuhan keuangan masing-masing individu, bukan sekadar mengikuti strategi investor lain.

Dalam menentukan pendekatan yang akan digunakan, seseorang perlu memahami tujuan keuangannya terlebih dahulu. Jika tujuan utamanya adalah memperoleh keuntungan dari perubahan harga dalam waktu relatif pendek, perdagangan saham mungkin lebih sesuai. Namun, jika tujuan utamanya adalah membangun kekayaan untuk kebutuhan beberapa tahun mendatang, investasi jangka panjang dapat menjadi pilihan. Tidak ada pendekatan yang selalu lebih baik untuk semua orang karena keberhasilannya sangat bergantung pada pengetahuan, modal, waktu, kedisiplinan, dan kemampuan mengelola risiko.

9.2 MENGENAL MEKANISME PERDAGANGAN SAHAM

Perdagangan saham di pasar modal berlangsung melalui suatu sistem yang menghubungkan investor dengan pihak-pihak yang menyediakan layanan transaksi. Di Indonesia, aktivitas perdagangan saham dilakukan melalui Bursa Efek Indonesia (BEI), yang menyediakan sistem perdagangan terorganisasi bagi perusahaan efek dan pelaku pasar. Investor individu tidak secara langsung mengakses sistem bursa sebagai anggota perdagangan, melainkan menggunakan jasa perusahaan sekuritas yang telah memperoleh izin dan memenuhi ketentuan regulator.

Mekanisme tersebut membuat aktivitas perdagangan saham dapat dilakukan oleh masyarakat melalui perantara yang disebut perusahaan sekuritas atau broker. Perusahaan sekuritas menyediakan fasilitas pembukaan rekening efek, aplikasi perdagangan, layanan informasi pasar, serta sarana untuk menyampaikan instruksi pembelian dan penjualan saham. Melalui aplikasi tersebut, investor dapat melihat harga saham, jumlah antrean beli dan jual, volume perdagangan, serta status transaksi yang dilakukan.

Dalam praktiknya, proses transaksi melibatkan beberapa pihak dengan fungsi yang berbeda. Investor bertindak sebagai pemilik dana dan pihak yang mengambil keputusan investasi. Perusahaan sekuritas berperan sebagai perantara yang menerima dan meneruskan instruksi transaksi. Bursa Efek Indonesia menyediakan sistem perdagangan yang mempertemukan pesanan beli dan jual. Sementara itu, lembaga kliring dan penjaminan serta



lembaga penyimpanan dan penyelesaian menjalankan fungsi penting dalam memastikan transaksi diselesaikan dan kepemilikan efek tercatat secara tertib.

Mekanisme transaksi saham dapat dimulai ketika seorang investor memutuskan untuk membeli saham perusahaan tertentu. Investor membuka aplikasi sekuritas, memilih kode saham, menentukan jumlah saham yang akan dibeli, dan memasukkan harga pembelian. Instruksi tersebut kemudian diteruskan oleh perusahaan sekuritas ke sistem perdagangan bursa. Apabila terdapat pesanan jual yang sesuai dengan ketentuan harga dan jumlah yang dimasukkan, transaksi dapat terjadi.

Hal yang sama berlaku ketika investor ingin menjual saham. Investor memasukkan instruksi penjualan melalui aplikasi sekuritas, kemudian pesanan tersebut diteruskan ke sistem perdagangan. Transaksi akan terjadi ketika terdapat pesanan beli yang bersedia menerima saham pada harga dan jumlah yang sesuai.

Di Indonesia, perdagangan saham menggunakan satuan lot. Berdasarkan ketentuan perdagangan saham reguler yang berlaku, satu lot terdiri atas 100 lembar saham. Dengan demikian, apabila investor ingin membeli lima lot saham, jumlah saham yang dibeli adalah 500 lembar. Ketentuan ini perlu dipahami agar investor dapat menghitung kebutuhan dana sebelum memasukkan pesanan.

Sebagai ilustrasi, apabila harga saham suatu perusahaan adalah Rp1.500 per lembar, maka kebutuhan dana untuk membeli satu lot adalah:

$$100 \times \text{Rp.}\,1.500 = \text{Rp.}\,150.000$$

Apabila investor membeli sepuluh lot, kebutuhan dana sebelum biaya transaksi adalah Rp1.500.000. Perhitungan tersebut menunjukkan bahwa modal yang diperlukan tidak hanya ditentukan oleh harga per lembar saham, tetapi juga oleh jumlah lot yang dibeli dan biaya transaksi yang berlaku.

Selain mekanisme transaksi, investor juga perlu memahami waktu perdagangan. Bursa Efek Indonesia menetapkan jadwal perdagangan yang dibagi ke dalam sesi-sesi tertentu. Investor perlu memperhatikan kalender perdagangan, jam operasional, hari libur bursa, serta kemungkinan perubahan jadwal yang ditetapkan oleh BEI. Hal ini penting karena instruksi transaksi hanya dapat diproses sesuai dengan ketentuan dan jadwal sistem perdagangan.

9.3 MEMBUKA REKENING DAN MEMULAI INVESTASI SAHAM

Perkembangan teknologi keuangan telah mengubah cara masyarakat memulai investasi. Jika sebelumnya seseorang perlu mendatangi kantor perusahaan sekuritas untuk membuka rekening, saat ini sebagian besar proses dapat dilakukan melalui aplikasi digital. Calon investor dapat mengisi data identitas, mengunggah dokumen yang diperlukan, melakukan verifikasi, dan menyelesaikan proses pembukaan rekening melalui perangkat telepon pintar.

Langkah awal untuk berinvestasi saham adalah memilih perusahaan sekuritas yang memiliki izin dan berada dalam pengawasan Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Pemilihan



perusahaan sekuritas tidak sebaiknya hanya didasarkan pada tampilan aplikasi atau promosi biaya transaksi rendah. Investor juga perlu memperhatikan reputasi perusahaan, keamanan sistem, transparansi biaya, kualitas layanan pelanggan, serta kemudahan proses penarikan dan penyetoran dana.

Setelah memilih perusahaan sekuritas, calon investor melakukan pembukaan rekening efek. Dalam proses tersebut, investor akan diminta memberikan informasi identitas dan data pendukung sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Data tersebut digunakan untuk keperluan administrasi, verifikasi identitas, serta pemenuhan prinsip mengenali nasabah (*Know Your Customer/KYC*).

Dalam sistem pasar modal Indonesia, terdapat beberapa identitas dan rekening yang perlu dipahami investor. Salah satunya adalah Single Investor Identification (SID), yaitu nomor identitas tunggal investor yang digunakan dalam aktivitas pasar modal Indonesia. SID membantu mengintegrasikan identitas investor dalam sistem pasar modal sehingga kepemilikan dan aktivitas investasi dapat tercatat secara lebih terstruktur.

Selain SID, investor juga mengenal Rekening Dana Nasabah (RDN). RDN merupakan rekening dana atas nama nasabah yang digunakan untuk menyimpan dana dalam rangka penyelesaian transaksi pasar modal. Pemisahan dana tersebut penting untuk menjaga administrasi dana investor agar tidak tercampur dengan dana operasional perusahaan sekuritas. Investor perlu memastikan bahwa penyetoran dana dilakukan ke rekening resmi yang tercantum dalam aplikasi atau instruksi perusahaan sekuritas.

Investor juga perlu memahami peran Sub Rekening Efek (SRE), yaitu rekening yang mencatat kepemilikan efek milik nasabah melalui sistem penyimpanan dan penyelesaian. Dengan adanya pencatatan tersebut, kepemilikan saham dapat dipantau dan dibedakan berdasarkan identitas masing-masing investor. Setelah rekening aktif, investor dapat menyetorkan dana ke RDN dan mulai melakukan transaksi sesuai dengan ketentuan perusahaan sekuritas. Namun, sebelum membeli saham, investor sebaiknya terlebih dahulu menentukan tujuan keuangan, jumlah dana yang akan dialokasikan, serta batas kerugian yang masih dapat ditoleransi.

Penelitian Tamara et al. (2023) mengenai faktor pendorong investasi investor ritel di Indonesia selama pandemi memperlihatkan pentingnya faktor teknologi dan lingkungan sosial dalam aktivitas investasi. Kemudahan akses terhadap platform perdagangan dapat memperluas partisipasi masyarakat, tetapi kemudahan tersebut perlu diimbangi dengan literasi keuangan agar investor tidak mengambil keputusan hanya karena mengikuti tren. Oleh karena itu, rekening saham sebaiknya tidak langsung dipandang sebagai sarana untuk memperoleh keuntungan cepat. Rekening tersebut merupakan fasilitas untuk berpartisipasi dalam pasar modal yang membutuhkan perencanaan, pemahaman mekanisme, dan tanggung jawab dalam pengelolaan dana.

9.4 MEMAHAMI PROSES ORDER BELI DAN JUAL SAHAM

Setelah memiliki rekening saham dan menyetorkan dana, investor perlu memahami bagaimana instruksi pembelian dan penjualan saham dilakukan melalui aplikasi perdagangan.



Dalam pasar modal, instruksi transaksi dikenal dengan istilah *order. Order* merupakan perintah yang diberikan investor kepada perusahaan sekuritas untuk membeli atau menjual saham berdasarkan harga dan jumlah tertentu. Pemahaman terhadap jenis *order* sangat penting karena menentukan bagaimana transaksi diproses dan pada harga berapa investor memperoleh atau melepaskan kepemilikan sahamnya.

Dalam perdagangan saham, terdapat dua istilah penting yang selalu dijumpai investor, yaitu *bid* dan *ask. Bid* merupakan harga penawaran tertinggi yang bersedia dibayarkan oleh calon pembeli, sedangkan ask merupakan harga penawaran terendah yang bersedia diterima oleh calon penjual. Perbedaan antara kedua harga tersebut disebut *bid-ask spread*. Informasi ini dapat digunakan investor untuk memahami kondisi antrean transaksi dan tingkat likuiditas suatu saham.

Sebagai contoh, saham perusahaan ABCD memiliki harga bid sebesar Rp1.000 dan harga ask sebesar Rp1.010. Artinya, terdapat investor yang bersedia membeli saham pada harga Rp1.000, sementara penjual menawarkan sahamnya pada harga Rp1.010. Apabila seorang investor ingin segera membeli saham, ia dapat memasukkan pesanan pada harga ask yang tersedia. Sebaliknya, apabila ingin segera menjual saham, ia dapat menerima harga bid yang tersedia, dengan mempertimbangkan antrean dan jumlah saham yang tersedia.

Selain memahami *bid* dan *ask,* investor perlu mengenal beberapa jenis instruksi transaksi. Salah satu jenis yang paling umum digunakan adalah limit order. Melalui limit order, investor menentukan sendiri harga maksimum ketika membeli atau harga minimum ketika menjual saham. Pesanan hanya dapat terlaksana apabila terdapat pesanan lawan yang memenuhi ketentuan harga tersebut. Dengan demikian, investor memiliki kendali lebih besar terhadap harga transaksi, tetapi tidak memperoleh jaminan bahwa pesanannya akan terlaksana.

Jenis lainnya adalah market order, yaitu instruksi untuk melakukan transaksi pada harga terbaik yang tersedia di pasar sesuai ketentuan sistem perdagangan dan fasilitas broker. Jenis instruksi ini lebih mengutamakan pelaksanaan transaksi dibandingkan kepastian harga tertentu. Dalam kondisi pasar yang bergerak cepat atau saham dengan likuiditas rendah, harga pelaksanaan dapat berbeda dari harga yang terlihat ketika instruksi dimasukkan.

Investor juga perlu memahami bahwa pesanan tidak selalu langsung terlaksana secara keseluruhan. Apabila jumlah saham yang tersedia pada harga tertentu tidak mencukupi, transaksi dapat terlaksana sebagian (*partial execution*), sedangkan sisanya tetap menunggu sesuai status dan ketentuan order.

Setiap investor sebaiknya memeriksa kembali kode saham, jumlah lot, harga, dan jenis pesanan sebelum mengirimkan instruksi transaksi. Kesalahan memasukkan kode saham atau jumlah pembelian dapat menimbulkan kerugian yang sebenarnya dapat dihindari. Selain itu, investor perlu memahami ketentuan perubahan dan pembatalan order pada aplikasi sekuritas yang digunakan.

Simulasi transaksi pembelian saham

Seorang investor ingin membeli saham perusahaan ABCD yang diperdagangkan pada harga Rp1.000 per lembar. Investor tersebut memasukkan limit order sebanyak 10 lot pada



harga Rp1.000. Karena satu lot terdiri atas 100 lembar, jumlah saham yang ingin dibeli adalah 1.000 lembar. Nilai transaksi sebelum biaya adalah:

$$1.000 \times \text{Rp}.\,1.000 = \text{Rp}.\,1.000.000$$

Apabila pesanan berhasil dipenuhi seluruhnya, investor akan memiliki 1.000 lembar saham ABCD dengan nilai pembelian Rp1.000.000 sebelum biaya transaksi. Untuk memperjelas perhitungan, misalkan biaya beli ilustratif sebesar 0,15%. Maka biaya pembelian adalah:

$$\text{Rp}.\,1.000.000 \times 0{,}15 = \text{Rp}.\,1.500$$

Total dana yang dibutuhkan menjadi $\text{Rp}.\,1.001.500$.
Contoh tersebut menunjukkan bahwa nilai transaksi tidak selalu sama dengan dana yang harus disiapkan investor. Biaya transaksi juga perlu diperhitungkan sebelum melakukan pembelian.

9.5 MENENTUKAN SAHAM YANG LAYAK DIBELI

Memilih saham merupakan salah satu keputusan paling penting dalam aktivitas investasi. Investor tidak seharusnya membeli saham hanya karena harganya sedang naik, sedang ramai diperbincangkan, atau direkomendasikan oleh orang lain. Setiap keputusan pembelian sebaiknya didasarkan pada pertimbangan mengenai kualitas perusahaan, kondisi keuangan, prospek bisnis, harga saham, dan risiko yang mungkin dihadapi.

Dalam praktiknya, terdapat dua pendekatan analisis yang banyak digunakan investor, yaitu analisis fundamental (*fundamental analysis*) dan analisis teknikal (*technical analysis*). Keduanya memiliki karakteristik dan tujuan yang berbeda, tetapi dapat digunakan secara saling melengkapi. Analisis fundamental merupakan metode penilaian saham dengan mempelajari kondisi ekonomi, industri, dan kinerja perusahaan untuk memperkirakan nilai intrinsik saham. Melalui pendekatan ini, investor berusaha mengetahui apakah suatu perusahaan mempunyai kemampuan menghasilkan laba, mengelola utang, mengembangkan bisnis, dan mempertahankan pertumbuhan dalam jangka panjang.

Dalam melakukan analisis fundamental, laporan keuangan menjadi salah satu sumber informasi utama. Investor dapat mempelajari laporan posisi keuangan, laporan laba rugi, laporan arus kas, dan catatan atas laporan keuangan. Informasi tersebut memberikan gambaran mengenai aset, kewajiban, pendapatan, biaya, laba, dan kemampuan perusahaan menghasilkan kas. Beberapa rasio keuangan yang sering digunakan dalam penilaian perusahaan adalah *Price to Earnings Ratio* (PER), *Price to Book Value* (PBV), *Return on Equity* (ROE), dan *Debt to Equity Ratio* (DER). PER digunakan untuk membandingkan harga saham dengan laba per saham, PBV membandingkan harga saham dengan nilai buku per saham, ROE mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba berdasarkan ekuitas, sedangkan DER menggambarkan perbandingan total utang terhadap ekuitas.



Sebagai contoh, perusahaan ABCD memiliki harga saham Rp1.000 per lembar dan laba per saham (*Earnings Per Share*/EPS) sebesar Rp100. Dengan demikian, nilai PER perusahaan adalah:

$$PER = \frac{Harga\ Saham}{EPS}$$

$$PER = \frac{Rp1.000}{Rp100} = 10\ kali$$

Nilai PER sebesar 10 kali berarti investor membayar Rp10 untuk setiap Rp1 laba per saham yang dihasilkan perusahaan. Namun, angka tersebut tidak secara otomatis menunjukkan bahwa saham murah atau mahal. Investor perlu membandingkannya dengan perusahaan sejenis, pertumbuhan laba, risiko bisnis, dan kondisi industri. Berbeda dengan analisis fundamental, analisis teknikal lebih berfokus pada pengamatan data perdagangan saham, terutama pergerakan harga dan volume transaksi, untuk membantu menentukan waktu pembelian dan penjualan. Analisis ini banyak menggunakan grafik harga, indikator teknikal, garis tren, dan pola pergerakan pasar.

Beberapa indikator yang umum digunakan adalah *Moving Average* (MA), *Relative Strength Index* (RSI), dan *Moving Average Convergence Divergence* (MACD). *Moving Average* digunakan untuk mengamati kecenderungan harga berdasarkan rata-rata dalam periode tertentu. RSI digunakan untuk mengukur momentum harga, sedangkan MACD digunakan untuk mengamati perubahan momentum melalui hubungan dua garis rata-rata bergerak eksponensial.

Kedua pendekatan tersebut dapat digunakan sesuai dengan kebutuhan investor. Investor jangka panjang umumnya memberikan perhatian lebih besar pada kualitas perusahaan dan nilai intrinsik, sedangkan trader lebih sering memanfaatkan informasi harga dan momentum untuk menentukan waktu transaksi. Meskipun demikian, tidak ada satu pendekatan yang selalu menghasilkan keuntungan. Keputusan investasi tetap memerlukan evaluasi, pengendalian risiko, dan pemahaman terhadap keterbatasan masing-masing metode.

Dalam konteks investor ritel, penelitian Tahir dan Danarsari (2023) memberikan perspektif bahwa penggunaan platform investasi berbasis aplikasi juga berkaitan dengan berbagai bias dalam pengambilan keputusan. Kemudahan memperoleh informasi harga tidak selalu diikuti kemampuan menilai kualitas perusahaan. Oleh karena itu, investor perlu mengembangkan kemampuan analisis agar tidak hanya bergantung pada rekomendasi atau sinyal yang muncul dalam aplikasi.

9.6 STRATEGI MEMULAI INVESTASI SAHAM

Setelah memahami mekanisme transaksi dan cara menilai saham, investor perlu menentukan strategi yang akan digunakan. Strategi investasi merupakan pendekatan yang dirancang untuk mencapai tujuan keuangan melalui pemilihan instrumen, pengaturan waktu pembelian, pengalokasian modal, dan evaluasi hasil investasi.



Salah satu strategi yang banyak digunakan adalah *buy and hold*. Strategi ini dilakukan dengan membeli saham perusahaan yang dinilai mempunyai kualitas bisnis dan prospek pertumbuhan yang baik, kemudian mempertahankannya dalam jangka waktu relatif panjang. Investor yang menggunakan strategi ini tidak terlalu memperhatikan perubahan harga harian, melainkan mengevaluasi apakah kinerja perusahaan masih sesuai dengan alasan awal pembelian.

Strategi *buy and hold* membutuhkan kesabaran dan kedisiplinan. Investor harus bersedia menghadapi perubahan kondisi pasar tanpa mengambil keputusan secara emosional. Namun, strategi ini bukan berarti saham harus dipertahankan selamanya. Apabila fundamental perusahaan mengalami perubahan serius, kualitas manajemen menurun, atau alasan awal investasi tidak lagi relevan, investor perlu mengevaluasi kembali kepemilikannya.
Strategi lainnya adalah *Dollar-Cost Averaging* (DCA), yaitu pendekatan investasi dengan mengalokasikan sejumlah dana secara berkala tanpa harus menunggu harga mencapai titik terendah. Misalnya, seorang investor mengalokasikan Rp500.000 setiap bulan untuk membeli saham atau instrumen investasi yang telah dipilih. Ketika harga saham sedang tinggi, dana tersebut memperoleh jumlah saham lebih sedikit. Sebaliknya, ketika harga turun, dana yang sama dapat memperoleh jumlah saham lebih banyak. Untuk menggambarkan mekanisme tersebut, perhatikan simulasi berikut.

Bulan	**Harga per lembar**	**Dana investasi**	**Saham diperoleh**
Januari	Rp1.000	Rp500.000	500 lembar
Februari	Rp800	Rp500.000	625 lembar
Maret	Rp1.250	Rp500.000	400 lembar
April	Rp1.000	Rp500.000	500 lembar
Total		**Rp2.000.000**	**2.025 lembar**

Harga rata-rata pembelian dalam simulasi tersebut adalah:

$$\frac{Rp2.000.000}{2.025} = Rp987{,}65$$

Hasil tersebut menunjukkan bahwa investor memperoleh rata-rata harga pembelian sekitar Rp987,65 per lembar, meskipun harga saham mengalami perubahan dari Rp800 hingga Rp1.250. Strategi DCA membantu investor membangun kebiasaan investasi secara teratur dan mengurangi ketergantungan pada keputusan menentukan satu waktu pembelian.

Strategi berikutnya adalah *value investing,* yaitu pendekatan investasi dengan mencari saham yang diperdagangkan di bawah estimasi nilai intrinsiknya. Investor yang menggunakan pendekatan ini berusaha menemukan perusahaan berkualitas yang harga pasarnya belum sepenuhnya mencerminkan nilai ekonominya. Penilaian dilakukan dengan memperhatikan laporan keuangan, arus kas, prospek bisnis, dan berbagai faktor yang memengaruhi nilai perusahaan. Selain itu, terdapat strategi growth investing yang berfokus pada perusahaan dengan potensi pertumbuhan pendapatan dan laba yang tinggi. Investor bersedia membeli



saham perusahaan yang memiliki peluang ekspansi besar meskipun valuasinya relatif tinggi. Namun, strategi ini memiliki risiko apabila pertumbuhan yang diharapkan tidak dapat direalisasikan.

Pemilihan strategi harus disesuaikan dengan kemampuan dan tujuan masing-masing investor. Investor tidak perlu menggunakan semua strategi secara bersamaan. Hal terpenting adalah memahami alasan memilih suatu strategi, menetapkan batas risiko, dan melakukan evaluasi secara berkala.

9.7 MEMAHAMI RISIKO DALAM PERDAGANGAN SAHAM

Setiap aktivitas perdagangan dan investasi saham selalu memiliki risiko. Risiko merupakan kemungkinan bahwa hasil aktual investasi berbeda dari hasil yang diharapkan. Dalam pasar saham, risiko dapat berupa penurunan harga, kesulitan menjual saham, memburuknya kinerja perusahaan, hingga kehilangan sebagian atau seluruh modal yang diinvestasikan.

Salah satu risiko yang paling sering dihadapi investor adalah risiko pasar (market risk). Risiko ini muncul ketika kondisi pasar secara keseluruhan mengalami tekanan akibat perubahan ekonomi, kebijakan suku bunga, inflasi, ketidakpastian politik, atau peristiwa global. Dalam kondisi tertentu, harga saham berbagai perusahaan dapat mengalami penurunan secara bersamaan meskipun perusahaan tersebut memiliki kondisi fundamental yang berbeda.

Selain risiko pasar, investor juga menghadapi risiko perusahaan (company-specific risk). Risiko ini berkaitan dengan kondisi internal suatu perusahaan, seperti penurunan penjualan, meningkatnya utang, kegagalan produk, konflik manajemen, atau permasalahan hukum. Risiko tersebut dapat menyebabkan harga saham perusahaan mengalami penurunan karena prospek bisnisnya memburuk.

Risiko likuiditas juga perlu diperhatikan. Risiko ini terjadi ketika investor mengalami kesulitan menjual saham dalam jumlah tertentu tanpa menyebabkan perubahan harga yang signifikan. Saham dengan aktivitas perdagangan rendah dapat memiliki antrean transaksi yang terbatas sehingga investor tidak selalu dapat menjual saham pada harga yang diharapkan.

Risiko lainnya adalah risiko volatilitas. Volatilitas menggambarkan tingkat perubahan harga saham dalam periode tertentu. Saham dengan volatilitas tinggi dapat mengalami perubahan harga yang besar dalam waktu singkat. Kondisi tersebut dapat memberikan peluang keuntungan bagi trader, tetapi sekaligus meningkatkan kemungkinan kerugian.

Selain risiko yang berasal dari kondisi pasar dan perusahaan, terdapat risiko perilaku investor. Risiko ini muncul ketika keputusan transaksi tidak didasarkan pada perencanaan yang rasional. Investor dapat membeli saham karena takut tertinggal peluang, menjual saham karena panik, atau meningkatkan frekuensi transaksi karena terlalu percaya diri terhadap kemampuan analisisnya.

Gorzon et al. (2024) menjelaskan pentingnya memahami bias perilaku dalam pengelolaan portofolio. Kesalahan psikologis dapat memengaruhi pemilihan aset, tingkat diversifikasi, dan keputusan melakukan transaksi. Penelitian tersebut relevan untuk



menunjukkan bahwa pengelolaan risiko tidak hanya berkaitan dengan pergerakan harga saham, tetapi juga dengan kemampuan investor mengendalikan perilakunya sendiri.

Untuk mengelola risiko, investor dapat menetapkan batas kerugian yang dapat diterima, membatasi konsentrasi dana pada satu saham, melakukan evaluasi terhadap kinerja perusahaan, serta tidak menggunakan dana kebutuhan sehari-hari untuk aktivitas perdagangan saham. Salah satu instrumen pengelolaan risiko yang sering digunakan trader adalah *stop-loss,* yaitu instruksi atau mekanisme untuk membatasi kerugian ketika harga saham bergerak berlawanan dengan posisi transaksi. Misalnya, seorang trader membeli saham pada harga Rp1.000 dan menetapkan batas *stop-loss* pada Rp950. Jika harga mencapai tingkat tersebut, trader berencana keluar dari posisi untuk membatasi kerugian. Namun, harga pelaksanaan aktual dapat berbeda karena kondisi pasar, antrean, dan karakteristik jenis order yang digunakan.

Dengan demikian, keberhasilan dalam aktivitas saham tidak hanya ditentukan oleh kemampuan memperoleh keuntungan, tetapi juga oleh kemampuan mempertahankan modal dan mengendalikan kerugian.

9.8 MENGELOLA PORTOFOLIO DAN DIVERSIFIKASI INVESTASI

Portofolio investasi merupakan kumpulan aset keuangan yang dimiliki seseorang atau lembaga untuk mencapai tujuan keuangan tertentu. Dalam investasi saham, portofolio dapat terdiri atas beberapa saham dari perusahaan dan sektor industri yang berbeda. Investor juga dapat menggabungkan saham dengan instrumen lain, seperti obligasi, reksa dana, dan instrumen pasar uang, sesuai dengan kebutuhan dan kemampuan menanggung risiko. Pengelolaan portofolio menjadi penting karena menempatkan seluruh dana pada satu saham dapat meningkatkan ketergantungan terhadap kinerja perusahaan tersebut. Apabila perusahaan mengalami penurunan kinerja, dampaknya terhadap keseluruhan dana investasi dapat menjadi sangat besar. Sebaliknya, memiliki beberapa saham dari perusahaan yang berbeda dapat membantu mengurangi ketergantungan pada satu sumber risiko.

Diversifikasi merupakan strategi penyebaran dana investasi ke berbagai instrumen, perusahaan, sektor industri, atau kelas aset. Tujuan utamanya adalah mengurangi dampak kerugian yang mungkin muncul dari suatu aset terhadap keseluruhan portofolio. Misalnya, investor memiliki saham perusahaan perbankan, perusahaan konsumen, perusahaan energi, dan perusahaan telekomunikasi. Apabila sektor energi mengalami tekanan, kinerja saham pada sektor lainnya mungkin tidak mengalami penurunan dengan besaran yang sama.

Namun, diversifikasi bukan berarti semakin banyak saham yang dimiliki, semakin kecil risiko yang dihadapi. Investor perlu memperhatikan hubungan pergerakan antar-aset atau korelasi. Apabila seluruh saham dalam portofolio memiliki karakteristik bisnis yang serupa, penyebaran tersebut belum tentu memberikan perlindungan yang memadai.

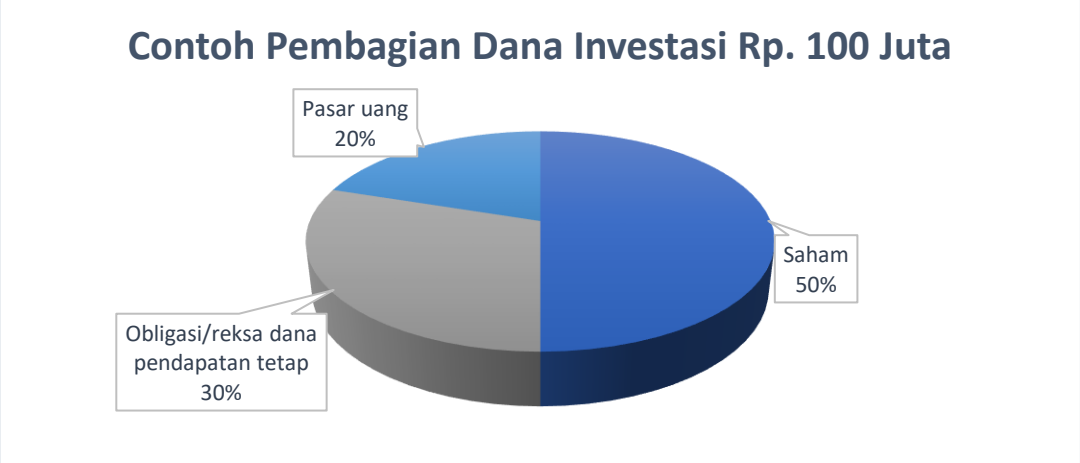
Cochrane (2022) menekankan pentingnya memahami karakteristik investor dan kebutuhan jangka panjang dalam penyusunan portofolio. Sementara itu, penelitian Huang et al. (2025) memberikan perspektif empiris mengenai efektivitas diversifikasi pada beberapa

periode krisis. Kedua kajian tersebut memperlihatkan bahwa strategi pengelolaan portofolio perlu mempertimbangkan perubahan kondisi pasar dan karakteristik aset yang dimiliki.

Menentukan Alokasi Aset

Salah satu bagian penting dalam pengelolaan portofolio adalah menentukan alokasi aset (*asset allocation*). Alokasi aset merupakan proses membagi dana investasi ke dalam beberapa kelompok instrumen berdasarkan tujuan keuangan dan toleransi risiko.

Sebagai ilustrasi, seseorang memiliki dana investasi sebesar Rp100 juta. Ia memutuskan mengalokasikan 50% untuk saham, 30% untuk obligasi atau reksa dana pendapatan tetap, dan 20% untuk instrumen pasar uang.



Ilustrasi alokasi aset, bukan rekomendasi investasi atau komposisi yang cocok untuk semua investor.

Gambar 9.1. Ilustrasi alokasi portofolio investasi

9.10 MEMBANGUN DISIPLIN DAN KONSISTENSI INVESTASI

Keberhasilan dalam investasi saham tidak hanya ditentukan oleh kemampuan menemukan saham yang berpotensi memberikan keuntungan, tetapi juga oleh konsistensi dalam menjalankan rencana keuangan. Investor yang memiliki strategi baik sekalipun dapat mengalami hasil yang kurang optimal apabila tidak mampu mengendalikan emosi, terlalu sering melakukan transaksi, atau mengabaikan biaya investasi.

Disiplin investasi dimulai dari kemampuan menetapkan tujuan yang jelas. Tujuan tersebut dapat berupa persiapan dana pendidikan, pembelian rumah, persiapan masa pensiun, atau pengembangan aset jangka panjang. Setiap tujuan memiliki jangka waktu dan kebutuhan dana yang berbeda sehingga strategi investasi yang digunakan juga perlu disesuaikan.

Setelah tujuan ditentukan, investor perlu menyusun anggaran investasi. Dana yang digunakan untuk membeli saham sebaiknya berasal dari dana yang memang dialokasikan untuk investasi, bukan dari kebutuhan pokok, dana darurat, atau dana yang harus digunakan dalam waktu dekat. Penggunaan dana pinjaman untuk aktivitas perdagangan juga perlu dipertimbangkan dengan sangat hati-hati karena dapat meningkatkan beban keuangan ketika transaksi mengalami kerugian.



Disiplin juga berkaitan dengan kemampuan mengendalikan frekuensi transaksi. Sebagian investor menganggap semakin sering membeli dan menjual saham, semakin besar pula peluang memperoleh keuntungan. Padahal, transaksi yang terlalu sering dapat meningkatkan biaya perdagangan, memperbesar risiko kesalahan, dan mengurangi hasil investasi bersih.

Adams, Kasten, dan Kelley (2024) melalui penelitian mengenai biaya perdagangan ritel tanpa komisi menunjukkan pentingnya memahami biaya transaksi yang tidak selalu terlihat secara langsung. Meskipun suatu platform menawarkan transaksi tanpa komisi, investor tetap perlu memperhatikan bid-ask spread, kualitas pelaksanaan pesanan, dan biaya lain yang mungkin timbul.

Evaluasi dan Pencatatan Investasi

Salah satu kebiasaan yang perlu dikembangkan investor adalah mencatat seluruh aktivitas investasi. Catatan tersebut dapat memuat tanggal transaksi, kode saham, harga pembelian, jumlah lot, alasan pembelian, target investasi, harga penjualan, dan hasil transaksi. Dengan adanya pencatatan, investor dapat mengetahui apakah strategi yang digunakan benar-benar memberikan hasil sesuai dengan tujuan awal.

Evaluasi juga sebaiknya tidak hanya dilakukan berdasarkan keuntungan atau kerugian nominal. Investor perlu melihat apakah keputusan yang diambil telah sesuai dengan rencana, apakah risiko yang dihadapi masih dapat diterima, dan apakah perusahaan masih memiliki prospek yang mendukung keputusan investasi. Dalam jangka panjang, konsistensi lebih penting daripada mengejar keuntungan besar dalam waktu singkat. Investor perlu memahami bahwa pertumbuhan kekayaan merupakan proses yang membutuhkan waktu, perencanaan, dan kemampuan mempertahankan strategi di tengah perubahan kondisi pasar.

Dengan demikian, disiplin investasi tidak hanya berarti rutin membeli saham, tetapi juga memiliki kemampuan untuk mengevaluasi keputusan, mengelola dana, mengendalikan emosi, dan mempertahankan prinsip investasi yang sesuai dengan tujuan keuangan.



BAB 10
STRATEGI PERDAGANGAN DAN KESALAHAN UMUM

Keberhasilan dalam perdagangan saham tidak hanya ditentukan oleh kemampuan investor dalam memilih saham yang berpotensi memberikan keuntungan, tetapi juga oleh strategi yang digunakan dalam mengambil keputusan. Investor perlu memiliki pendekatan yang terencana agar setiap keputusan perdagangan didasarkan pada pertimbangan yang rasional, bukan sekadar mengikuti perubahan harga atau keputusan investor lainnya. Strategi perdagangan berfungsi sebagai pedoman untuk menentukan kapan suatu peluang perlu dipertimbangkan, bagaimana keputusan transaksi dievaluasi, serta bagaimana investor mengukur keberhasilan pendekatan yang digunakan.

Dalam praktiknya, investor memiliki beragam strategi perdagangan. Sebagian investor memilih mengikuti arah pergerakan harga yang sedang menguat, sedangkan investor lainnya mencari peluang ketika harga saham mengalami penyimpangan dari kecenderungan sebelumnya. Terdapat pula investor yang menggabungkan berbagai indikator dan informasi untuk membangun strategi yang sesuai dengan karakteristik saham serta kondisi pasar. Setiap strategi memiliki kelebihan dan keterbatasan sehingga tidak dapat diterapkan secara seragam pada seluruh kondisi pasar.

Selain pemilihan strategi, faktor psikologis juga memiliki pengaruh besar terhadap keputusan perdagangan. Investor dapat mengalami kepercayaan diri berlebihan, melakukan transaksi terlalu sering, mengikuti keputusan mayoritas, atau mempertahankan saham yang merugi karena enggan mengakui kesalahan. Perilaku tersebut dapat menyebabkan keputusan perdagangan menyimpang dari rencana yang telah dibuat. Oleh karena itu, kemampuan mengendalikan perilaku menjadi bagian penting dalam membangun konsistensi perdagangan saham.

Bab ini membahas enam aspek utama, yaitu penyusunan strategi perdagangan, strategi mengikuti tren dan momentum, strategi kontrarian dan pembalikan harga, pengujian serta evaluasi strategi, kesalahan umum dan bias psikologis, serta disiplin dan perbaikan kinerja perdagangan. Pembahasan diarahkan untuk membantu investor memahami bahwa strategi perdagangan yang efektif harus disusun secara sistematis, diuji secara objektif, dan dijalankan dengan disiplin.

10.1 KONSEP DAN KERANGKA PENYUSUNAN STRATEGI PERDAGANGAN SAHAM

Strategi perdagangan saham merupakan seperangkat aturan, pendekatan, dan keputusan yang disusun investor untuk menentukan tindakan dalam menghadapi berbagai kondisi pasar. Strategi tersebut menjadi pedoman dalam mengidentifikasi peluang, menentukan alasan suatu saham dipilih, menetapkan kondisi pelaksanaan transaksi, serta mengevaluasi hasil keputusan yang telah dilakukan.

Strategi perdagangan tidak hanya berorientasi pada pencapaian keuntungan, tetapi juga berkaitan dengan konsistensi pengambilan keputusan. Investor yang memiliki strategi



akan berusaha menjalankan proses pengambilan keputusan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya. Sebaliknya, investor yang tidak memiliki strategi cenderung mengambil keputusan secara spontan, misalnya membeli saham karena melihat kenaikan harga secara tiba-tiba atau menjual saham karena merasa khawatir terhadap penurunan harga.

Dalam konteks perdagangan saham, strategi dapat dibangun berdasarkan analisis teknikal, analisis fundamental, momentum harga, kondisi ekonomi, maupun kombinasi beberapa pendekatan. Pemilihan strategi bergantung pada tujuan investor, jangka waktu yang direncanakan, pengetahuan, pengalaman, serta kemampuan dalam mengakses dan mengolah informasi.

Strategi yang baik tidak harus selalu rumit. Strategi sederhana yang memiliki aturan jelas dan dijalankan secara konsisten dapat lebih bermanfaat dibandingkan strategi kompleks yang tidak dipahami oleh investor. Hal terpenting adalah investor mengetahui alasan menggunakan strategi tersebut, memahami kondisi yang mendukung penerapannya, dan menyadari keterbatasannya.

Tujuan dan Fungsi Strategi Perdagangan

Strategi perdagangan memiliki beberapa tujuan penting dalam membantu investor mengambil keputusan secara lebih terarah. Pertama, strategi memberikan pedoman dalam menentukan keputusan. Investor memiliki acuan mengenai informasi dan kondisi yang perlu diperhatikan sebelum melakukan transaksi. Dengan demikian, keputusan tidak hanya didasarkan pada perubahan harga sesaat.

Kedua, strategi membantu menjaga konsistensi. Investor dapat menerapkan aturan yang sama pada kondisi yang sebanding sehingga hasil keputusan dapat dievaluasi secara lebih objektif. Konsistensi ini penting untuk mengetahui apakah suatu strategi benar-benar memiliki manfaat atau hanya menghasilkan keuntungan secara kebetulan.

Ketiga, strategi membantu mengendalikan perilaku impulsif. Ketika harga saham bergerak secara tidak terduga, investor yang memiliki rencana lebih mudah mengevaluasi keadaan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan daripada langsung bereaksi karena rasa takut atau terlalu percaya diri.

Keempat, strategi menyediakan dasar untuk melakukan evaluasi. Hasil perdagangan dapat dibandingkan dengan tujuan dan aturan yang telah ditetapkan. Apabila hasilnya tidak sesuai harapan, investor dapat mengidentifikasi apakah masalah berasal dari strategi yang kurang tepat atau dari ketidakdisiplinan dalam pelaksanaannya.

Hubungan Strategi dengan Tujuan dan Jangka Waktu Perdagangan

Strategi perdagangan perlu disesuaikan dengan tujuan dan jangka waktu yang ingin dicapai. Investor yang melakukan perdagangan jangka pendek biasanya membutuhkan pemantauan harga yang lebih intensif dibandingkan investor yang menggunakan pendekatan jangka menengah atau panjang.

Perbedaan tersebut berpengaruh terhadap jenis informasi yang digunakan. Pada perdagangan jangka pendek, perubahan harga, volume transaksi, dan indikator teknikal sering



menjadi perhatian utama. Sementara itu, pendekatan jangka panjang dapat lebih menekankan perkembangan kinerja perusahaan, kondisi industri, serta prospek bisnis.

Investor juga perlu mempertimbangkan kemampuan menyediakan waktu untuk memantau pasar. Strategi yang membutuhkan pemantauan harga secara terus-menerus belum tentu sesuai bagi investor yang memiliki keterbatasan waktu. Ketidaksesuaian antara strategi dan kemampuan pribadi dapat menyebabkan investor kesulitan menjalankan rencana secara konsisten. Oleh karena itu, sebelum menentukan strategi, investor perlu memahami hubungan antara tujuan perdagangan, jangka waktu, ketersediaan informasi, dan kemampuan dalam menjalankan strategi tersebut.

Penyusunan Trading Plan

Salah satu instrumen penting dalam penerapan strategi adalah *trading plan*, yaitu dokumen atau pedoman tertulis yang berisi aturan dan pertimbangan investor dalam melakukan perdagangan saham. Trading plan membantu investor mengubah strategi yang bersifat umum menjadi langkah-langkah yang lebih terukur. Trading plan dapat memuat beberapa komponen utama berikut.

1. **Tujuan perdagangan.** Menjelaskan hasil yang ingin dicapai dan jangka waktu pelaksanaan strategi.
2. **Kriteria pemilihan saham.** Menetapkan karakteristik saham yang akan dipertimbangkan, misalnya berdasarkan likuiditas, sektor, tren harga, atau informasi perusahaan.
3. **Dasar pengambilan keputusan.** Menentukan indikator dan informasi yang digunakan sebagai alasan untuk mempertimbangkan transaksi.
4. **Kriteria pelaksanaan transaksi.** Menetapkan kondisi yang harus terpenuhi sebelum investor mengambil keputusan.
5. **Batas evaluasi.** Menentukan kondisi yang mengharuskan investor meninjau ulang keputusan atau strategi.
6. **Evaluasi hasil.** Menentukan cara mengukur hasil perdagangan dan mencatat pembelajaran dari setiap keputusan.

Sebagai contoh, seorang investor menyusun rencana untuk menerapkan strategi mengikuti tren pada saham yang memiliki aktivitas perdagangan memadai. Investor tersebut menggunakan pergerakan moving average sebagai salah satu indikator untuk mengidentifikasi arah tren. Sebelum melakukan transaksi, investor memastikan bahwa sinyal yang muncul sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan. Selanjutnya, investor mencatat alasan keputusan dan mengevaluasi hasilnya.

Contoh tersebut menunjukkan bahwa trading plan bukan jaminan keuntungan. Fungsinya adalah menyediakan kerangka kerja agar keputusan dapat dilakukan secara teratur dan dievaluasi secara sistematis.

Penetapan Kriteria Sebelum Melakukan Transaksi

Kriteria perdagangan merupakan aturan yang digunakan untuk menilai apakah suatu peluang layak dipertimbangkan. Kriteria ini harus ditentukan sebelum investor menghadapi situasi pasar yang dapat memengaruhi emosinya.



Sebagai ilustrasi, investor dapat menetapkan bahwa saham yang dipertimbangkan harus memiliki aktivitas perdagangan yang memadai, menunjukkan pola harga yang sesuai dengan strategi, dan didukung oleh informasi yang dapat dipertanggungjawabkan. Apabila kriteria tersebut tidak terpenuhi, investor dapat memilih untuk tidak melakukan transaksi.
Kemampuan untuk tidak melakukan transaksi ketika tidak terdapat peluang yang sesuai merupakan bagian dari disiplin strategi. Investor tidak harus selalu aktif melakukan perdagangan. Keputusan untuk menunggu dapat menjadi pilihan yang rasional apabila kondisi pasar belum sesuai dengan rencana.

Dengan demikian, strategi perdagangan yang baik tidak hanya menjelaskan kapan investor mengambil tindakan, tetapi juga kapan investor sebaiknya tidak mengambil tindakan.

10.2 STRATEGI MENGIKUTI TREN DAN MOMENTUM PASAR

Strategi *trend-following* merupakan pendekatan perdagangan yang berusaha mengikuti arah pergerakan harga saham yang sedang berlangsung. Strategi ini didasarkan pada gagasan bahwa suatu tren harga dapat bertahan selama periode tertentu sebelum mengalami perubahan arah.

Dalam penerapannya, investor tidak berusaha memperkirakan titik harga terendah atau tertinggi secara tepat. Investor lebih berfokus pada identifikasi arah pergerakan harga dan mencari peluang yang sesuai dengan arah tersebut. Ketika harga menunjukkan kecenderungan meningkat, investor dapat mengevaluasi peluang mengikuti tren naik. Sebaliknya, ketika harga menunjukkan kecenderungan menurun, investor perlu lebih berhati-hati dalam mempertimbangkan keputusan.

Strategi mengikuti tren dapat digunakan dengan berbagai indikator teknikal, seperti garis tren, moving average, dan indikator momentum. Meskipun demikian, indikator tersebut berfungsi sebagai alat bantu analisis, bukan sebagai alat yang mampu memastikan pergerakan harga pada masa mendatang.

Konsep Momentum Trading

Momentum trading merupakan strategi yang memanfaatkan kecenderungan saham dengan kinerja harga relatif kuat untuk mempertahankan kecenderungan tersebut dalam periode tertentu. Investor yang menerapkan strategi momentum berusaha mengidentifikasi saham yang menunjukkan penguatan relatif dibandingkan saham lainnya.

Momentum dapat terbentuk karena berbagai faktor, antara lain munculnya informasi baru, perubahan ekspektasi investor, perkembangan kinerja perusahaan, atau meningkatnya perhatian pasar terhadap saham tertentu.

Wiest (2023), dalam kajiannya mengenai perkembangan penelitian momentum, membahas bahwa fenomena momentum telah menjadi salah satu topik penting dalam literatur keuangan. Namun, keberadaan momentum tidak berarti bahwa saham yang telah mengalami kenaikan akan selalu terus meningkat. Efektivitas strategi dapat berubah sesuai dengan periode pengamatan, karakteristik saham, dan kondisi pasar.

Perbedaan utama antara trend-following dan momentum terletak pada penekanannya. Trend-following berfokus pada arah tren harga, sedangkan momentum lebih



menekankan kekuatan relatif pergerakan harga dalam suatu periode. Dalam praktiknya, kedua pendekatan tersebut dapat digunakan secara bersamaan.

Identifikasi Tren Harga

Identifikasi tren merupakan tahap penting dalam penerapan strategi mengikuti tren. Secara umum, tren harga dapat dikelompokkan menjadi tiga jenis.

- **Tren naik (uptrend):** kondisi ketika pergerakan harga membentuk kecenderungan titik tertinggi dan titik terendah yang semakin meningkat.
- **Tren turun (downtrend):** kondisi ketika pergerakan harga membentuk kecenderungan titik tertinggi dan titik terendah yang semakin menurun.
- **Tren mendatar (sideways):** kondisi ketika harga bergerak dalam rentang tertentu tanpa menunjukkan arah kenaikan atau penurunan yang dominan.

Identifikasi tren dapat dilakukan dengan memperhatikan pola pergerakan harga dalam beberapa periode. Investor juga dapat menggunakan garis tren untuk membantu melihat kecenderungan arah pergerakan harga.

Namun, tren tidak selalu bergerak secara lurus. Dalam tren naik, harga dapat mengalami penurunan sementara sebelum kembali meningkat. Demikian pula, tren turun dapat diselingi kenaikan sementara. Oleh karena itu, investor perlu membedakan antara perubahan harga jangka pendek dan perubahan arah tren yang lebih mendasar.

Penggunaan Moving Average dan Indikator Momentum

Moving average merupakan indikator teknikal yang menghitung rata-rata harga dalam sejumlah periode tertentu. Indikator ini digunakan untuk membantu mengurangi fluktuasi harga jangka pendek sehingga kecenderungan pergerakan harga lebih mudah diamati.

Dua jenis moving average yang umum digunakan adalah:

1. ***Simple Moving Average*** **(SMA)**

   SMA menghitung rata-rata harga penutupan selama sejumlah periode tertentu.

$$SMA_n = \frac{\{P_1 + P_2 + \cdots + P_n\}}{\{n\}}$$

   Keterangan:

   - SMA_n = Simple Moving Average untuk n periode.
   - P = harga penutupan saham.
   - n = jumlah periode pengamatan.

   Sebagai contoh, apabila harga penutupan saham selama lima hari adalah Rp1.000, Rp1.020, Rp1.040, Rp1.030, dan Rp1.060, maka SMA lima hari adalah:

$$SMA_5 = \frac{\{1.000 + 1.020 + 1.040 + 1.030 + 1.060\}}{\{5\}}$$

$$SMA_5 = Rp1.030$$

   Nilai tersebut menunjukkan rata-rata harga penutupan selama lima hari pengamatan.

2. *Exponential Moving Average* (EMA)

EMA merupakan rata-rata bergerak yang memberikan bobot lebih besar pada data harga terbaru. Dengan demikian, indikator ini cenderung lebih responsif terhadap perubahan harga dibandingkan SMA. Rumus umum EMA adalah:

$$EMA_t = (P_t \times \alpha) + (EMA_{\{t-1\}} \times (1 - \alpha))$$

dengan:

$$\alpha = \frac{\{2\}}{\{n + 1\}}$$

Keterangan:

- EMA_t = nilai EMA periode saat ini.
- P_t = harga saat ini.
- $EMA_{\{t-1\}}$ = EMA periode sebelumnya.
- α = faktor penghalus.
- n = jumlah periode.

Selain moving average, investor dapat menggunakan indikator momentum seperti *Relative Strength Index* (RSI) dan *Moving Average Convergence Divergence* (MACD). RSI digunakan untuk mengukur kekuatan relatif pergerakan harga, sedangkan MACD membandingkan dua nilai moving average untuk membantu mengamati perubahan momentum.



Gambar 10.1 Contoh Penggunaan Indikator Teknikal

Penggunaan indikator sebaiknya tidak dilakukan secara berlebihan. Terlalu banyak indikator dapat menghasilkan sinyal yang saling bertentangan dan menyulitkan pengambilan



keputusan. Investor perlu memahami fungsi setiap indikator dan menggunakannya sesuai dengan aturan strategi yang telah ditentukan.

Kelebihan dan Keterbatasan Strategi Mengikuti Tren

Strategi mengikuti tren memiliki kelebihan karena investor tidak perlu memperkirakan titik pembalikan harga secara tepat. Investor cukup mengidentifikasi tren yang sedang berlangsung dan mengevaluasi peluang berdasarkan aturan yang telah dibuat. Strategi ini juga relatif mudah disusun karena dapat menggunakan indikator yang tersedia dalam berbagai platform analisis saham. Selain itu, aturan yang jelas dapat membantu mengurangi keputusan impulsif. Namun, strategi ini memiliki beberapa keterbatasan. Pertama, indikator mengikuti tren umumnya memberikan sinyal setelah pergerakan harga mulai terbentuk. Kedua, ketika pasar bergerak mendatar, strategi dapat menghasilkan sinyal yang tidak konsisten. Ketiga, perubahan tren secara tiba-tiba dapat menyebabkan keputusan yang diambil berdasarkan sinyal sebelumnya menjadi kurang relevan.

Rink (2023) menunjukkan bahwa efektivitas aturan perdagangan teknikal perlu diuji secara hati-hati karena hasil historis tidak selalu mencerminkan kinerja pada periode berikutnya. Oleh karena itu, investor tidak seharusnya menganggap strategi mengikuti tren sebagai metode yang selalu menghasilkan keuntungan.

10.3 STRATEGI KONTRARIAN DAN PEMBALIKAN HARGA

Strategi kontrarian merupakan pendekatan perdagangan yang mengambil posisi berlawanan dengan kecenderungan atau sentimen mayoritas pasar ketika investor memiliki alasan yang kuat untuk memperkirakan bahwa harga telah bergerak terlalu jauh dari kondisi yang mendasarinya.

Investor kontrarian tidak sekadar melakukan tindakan yang berlawanan dengan mayoritas. Keputusan tersebut harus didasarkan pada penilaian bahwa reaksi pasar mungkin berlebihan atau bahwa harga belum mencerminkan informasi secara proporsional. Sebagai contoh, suatu saham mengalami penurunan tajam setelah muncul berita negatif. Investor kontrarian akan mengevaluasi apakah penurunan tersebut mencerminkan kerusakan fundamental perusahaan atau hanya reaksi sementara pasar. Apabila penurunan harga dinilai berlebihan berdasarkan informasi yang tersedia, investor dapat mempertimbangkan peluang pemulihan.

Sebaliknya, apabila penurunan harga disebabkan oleh memburuknya kondisi bisnis secara mendasar, membeli saham tersebut hanya karena harganya turun dapat menjadi keputusan yang keliru. Dengan demikian, strategi kontrarian menuntut kemampuan membedakan perubahan harga yang bersifat sementara dari perubahan yang mencerminkan kondisi ekonomi atau perusahaan secara nyata.

Perbedaan Strategi Kontrarian dan Momentum

Strategi kontrarian dan momentum memiliki pendekatan yang berbeda dalam membaca pergerakan harga.



Aspek	Strategi Momentum	Strategi Kontrarian
Pendekatan	Mengikuti kekuatan pergerakan harga	Mencari peluang berlawanan dengan sentimen atau pergerakan yang dinilai berlebihan
Dasar pertimbangan	Tren dan kekuatan relatif harga	Kemungkinan reaksi pasar berlebihan atau penyimpangan harga
Fokus	Kelanjutan tren	Potensi perubahan arah atau pemulihan
Tantangan	Terlambat mengenali perubahan tren	Terlalu cepat mengambil posisi sebelum pembalikan terjadi
Risiko kesalahan	Membeli ketika momentum mulai melemah	Membeli saham yang terus mengalami penurunan karena masalah mendasar

Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa momentum dan kontrarian tidak harus dipandang sebagai strategi yang saling meniadakan. Keduanya merupakan pendekatan yang dapat digunakan dalam kondisi berbeda. Pemilihan strategi perlu mempertimbangkan tujuan, karakteristik saham, serta bukti yang mendukung keputusan.

Konsep Mean Reversion

Mean reversion merupakan konsep yang menjelaskan kecenderungan suatu variabel untuk bergerak kembali mendekati nilai rata-ratanya setelah mengalami penyimpangan. Dalam konteks perdagangan saham, konsep ini dapat digunakan untuk menganalisis kemungkinan harga kembali mendekati tingkat rata-rata setelah mengalami kenaikan atau penurunan yang cukup besar.

Sebagai ilustrasi, harga suatu saham biasanya bergerak di sekitar rata-rata Rp1.000. Pada suatu periode, harga turun menjadi Rp850. Investor yang menggunakan pendekatan mean reversion akan mengamati apakah penurunan tersebut merupakan penyimpangan sementara atau disebabkan oleh perubahan kondisi perusahaan.

Konsep ini dapat digunakan dengan bantuan indikator statistik dan teknikal, seperti moving average, standar deviasi, atau Bollinger Bands. Indikator tersebut membantu mengamati sejauh mana harga menyimpang dari kecenderungan rata-ratanya. Meskipun demikian, harga saham tidak memiliki kewajiban untuk kembali ke nilai rata-rata tertentu. Perubahan kondisi perusahaan, kebijakan pemerintah, perkembangan industri, dan informasi baru dapat menyebabkan tingkat harga yang sebelumnya dianggap rata-rata tidak lagi relevan.

Identifikasi Kondisi Harga yang Menyimpang

Investor yang menerapkan strategi kontrarian perlu mengidentifikasi kondisi ketika pergerakan harga dinilai tidak sebanding dengan informasi yang tersedia. Proses tersebut dapat dilakukan dengan memperhatikan beberapa aspek.

Pertama, mengamati perubahan harga yang terjadi dalam periode tertentu. Perubahan yang sangat tajam dapat menjadi alasan untuk melakukan evaluasi lebih lanjut, tetapi bukan bukti bahwa harga akan segera berbalik.

Kedua, memperhatikan volume transaksi. Lonjakan volume dapat menunjukkan meningkatnya aktivitas perdagangan dan perubahan perhatian investor. Namun, volume yang tinggi dapat mencerminkan tekanan jual maupun tekanan beli sehingga perlu dianalisis bersama pergerakan harga.



Ketiga, mengevaluasi informasi perusahaan. Investor perlu melihat apakah perubahan harga berkaitan dengan kinerja keuangan, prospek usaha, perubahan manajemen, atau peristiwa lain yang berdampak pada nilai perusahaan.

Keempat, mengamati indikator teknikal untuk mengetahui apakah harga berada jauh dari rata-rata historisnya. Indikator ini dapat membantu proses pengamatan, tetapi tidak dapat berdiri sendiri sebagai dasar keputusan.

Risiko Kesalahan Membaca Pembalikan Tren

Salah satu kesalahan dalam strategi kontrarian adalah menganggap setiap penurunan harga sebagai peluang pembelian. Padahal, penurunan harga dapat mencerminkan penurunan kualitas perusahaan atau perubahan prospek bisnis secara permanen. Investor juga dapat mengalami kesalahan dalam memperkirakan waktu pembalikan tren. Harga yang telah turun cukup dalam masih dapat mengalami penurunan lebih lanjut. Demikian pula, saham yang telah naik tinggi masih dapat melanjutkan kenaikannya.

Kesalahan lainnya adalah terlalu bergantung pada indikator teknikal tanpa memperhatikan informasi lain. Investor mungkin menganggap saham telah berada dalam kondisi jenuh jual, tetapi mengabaikan fakta bahwa perusahaan sedang mengalami penurunan pendapatan atau menghadapi masalah keuangan.

Oleh karena itu, strategi kontrarian membutuhkan kesabaran, pengujian asumsi, dan evaluasi terhadap informasi yang relevan. Investor tidak seharusnya mengambil keputusan hanya karena ingin bertindak berbeda dari mayoritas pasar.

10.4 PENGUJIAN STRATEGI DAN EVALUASI KEPUTUSAN PERDAGANGAN

Strategi perdagangan yang disusun berdasarkan teori atau pengalaman pribadi belum tentu menghasilkan kinerja yang baik ketika diterapkan pada kondisi pasar nyata. Oleh karena itu, strategi perlu diuji terlebih dahulu untuk mengetahui konsistensi dan keterbatasannya. Pengujian strategi bertujuan menilai apakah aturan yang digunakan memiliki dasar empiris, bagaimana hasilnya pada berbagai kondisi pasar, serta apakah strategi tersebut masih memberikan hasil yang memadai setelah memperhitungkan biaya transaksi.

Investor tidak boleh hanya memilih periode pengujian yang menghasilkan keuntungan tinggi. Pengujian harus mencakup kondisi pasar yang beragam, seperti kenaikan harga, penurunan harga, dan pergerakan mendatar. Dengan demikian, investor memperoleh gambaran yang lebih realistis mengenai karakteristik strategi.

Backtesting Menggunakan Data Historis

Backtesting merupakan proses menguji suatu strategi perdagangan dengan menggunakan data historis. Melalui metode ini, investor dapat mensimulasikan keputusan berdasarkan aturan yang telah ditetapkan dan mengamati hasilnya pada periode sebelumnya. Sebagai contoh, seorang investor ingin menguji strategi moving average. Investor menetapkan aturan bahwa strategi akan mempertimbangkan sinyal ketika moving average jangka pendek melintasi moving average jangka panjang. Aturan tersebut kemudian diterapkan pada data historis untuk mengetahui frekuensi sinyal, hasil transaksi, dan konsistensi kinerja.

Hasil backtesting dapat memberikan informasi mengenai:



1. Jumlah transaksi yang dihasilkan strategi.
2. Persentase transaksi yang menghasilkan keuntungan.
3. Rata-rata keuntungan dan kerugian per transaksi.
4. Total hasil perdagangan sebelum dan setelah biaya.
5. Penurunan nilai portofolio maksimum selama periode pengujian.
6. Konsistensi hasil pada berbagai kondisi pasar.

Backtesting memiliki keterbatasan karena data historis tidak dapat sepenuhnya menggambarkan kondisi masa depan. Selain itu, hasil pengujian dapat menjadi terlalu optimistis apabila aturan strategi disesuaikan berulang kali hanya untuk menghasilkan kinerja historis terbaik.

Pengujian di Luar Sampel (*Out-of-Sample Testing*)

Untuk mengurangi risiko strategi terlalu menyesuaikan diri dengan data historis, investor dapat menggunakan pengujian di luar sampel atau *out-of-sample testing*. Dalam metode ini, data historis dibagi menjadi dua bagian. Bagian pertama digunakan untuk menyusun dan menguji strategi, sedangkan bagian kedua digunakan untuk mengevaluasi kinerja strategi pada data yang tidak digunakan ketika penyusunan.

Sebagai ilustrasi, investor memiliki data harga saham selama lima tahun. Data tiga tahun pertama digunakan untuk membangun aturan strategi, sedangkan data dua tahun berikutnya digunakan untuk menguji apakah strategi tersebut masih memberikan hasil yang memadai.

Metode ini membantu mengidentifikasi apakah strategi benar-benar memiliki pola yang dapat diterapkan atau hanya terlihat berhasil karena terlalu menyesuaikan diri dengan data tertentu. Pengujian di luar sampel juga dapat dilengkapi dengan pendekatan *walk-forward testing*, yaitu proses pengujian secara berulang dengan memperbarui periode data pengembangan dan periode pengujian. Pendekatan ini dapat memberikan gambaran mengenai kestabilan strategi dalam menghadapi perubahan kondisi pasar.

Pengaruh Biaya Transaksi terhadap Hasil Strategi

Salah satu kesalahan dalam mengevaluasi strategi perdagangan adalah hanya memperhatikan keuntungan sebelum biaya. Dalam praktiknya, perdagangan saham melibatkan berbagai komponen biaya yang dapat mengurangi hasil akhir. Biaya yang perlu diperhitungkan antara lain komisi transaksi, pajak, biaya lain sesuai ketentuan yang berlaku, serta selisih antara harga beli dan harga jual atau *bid-ask spread*. Pada transaksi tertentu, investor juga dapat menghadapi dampak harga akibat keterbatasan likuiditas.

Hsu et al. (2022) menekankan pentingnya memasukkan biaya transaksi dalam evaluasi aturan perdagangan. Strategi yang terlihat unggul sebelum biaya dapat kehilangan keunggulannya setelah seluruh biaya diperhitungkan. Sebagai contoh, seorang investor menguji strategi yang menghasilkan keuntungan kotor Rp1.000.000. Selama periode pengujian, total komisi dan biaya lainnya mencapai Rp300.000. Maka keuntungan bersih yang diperoleh adalah:



$$\begin{aligned} Keuntungan\ Bersih &= Keuntungan\ Kotor - Biaya \\ &= Rp1.000.000 - Rp300.000 \\ &= Rp700.000 \end{aligned}$$

Contoh tersebut menunjukkan bahwa evaluasi strategi harus menggunakan hasil bersih agar investor tidak memiliki perkiraan keuntungan yang terlalu tinggi.

Novy-Marx dan Velikov (2020) juga membahas bagaimana biaya perdagangan dapat mengurangi keuntungan yang diperoleh dari berbagai anomali pasar. Temuan tersebut memperkuat pentingnya mempertimbangkan biaya ketika mengevaluasi strategi yang tampak menguntungkan berdasarkan data historis.

Evaluasi Konsistensi dan Kinerja Strategi

Evaluasi strategi tidak cukup dilakukan dengan menghitung total keuntungan. Investor juga perlu memperhatikan kestabilan hasil dan karakteristik kerugian yang mungkin terjadi. Beberapa indikator yang dapat digunakan dalam evaluasi antara lain:

- *Win rate,* yaitu persentase transaksi yang menghasilkan keuntungan.
- *Average gain*, yaitu rata-rata keuntungan dari transaksi yang berhasil.
- *Average loss,* yaitu rata-rata kerugian dari transaksi yang tidak berhasil.
- *Profit factor,* yaitu perbandingan antara total keuntungan dari transaksi yang berhasil dan total kerugian dari transaksi yang gagal.
- *Maximum drawdown,* yaitu penurunan maksimum nilai portofolio dari titik tertinggi ke titik terendah selama periode pengamatan.

Investor juga perlu mengevaluasi apakah strategi masih sesuai dengan kondisi pasar dan apakah aturan yang ditetapkan telah dijalankan secara konsisten. Sebagai contoh, strategi dengan win rate tinggi belum tentu menjadi strategi terbaik apabila rata-rata kerugian jauh lebih besar daripada rata-rata keuntungan. Sebaliknya, strategi dengan win rate yang lebih rendah dapat tetap menghasilkan kinerja positif apabila keuntungan dari transaksi yang berhasil mampu menutup kerugian dan biaya perdagangan. Dengan demikian, penilaian strategi harus dilakukan secara menyeluruh dan tidak hanya berdasarkan satu indikator.

10.5 KESALAHAN UMUM DAN BIAS PSIKOLOGIS DALAM PERDAGANGAN SAHAM

***Overconfidence* dan Keyakinan Berlebihan**

Overconfidence merupakan kecenderungan seseorang untuk menilai kemampuan, pengetahuan, atau ketepatan prediksinya secara berlebihan. Dalam perdagangan saham, investor yang mengalami *overconfidence* dapat merasa bahwa dirinya mampu memperkirakan pergerakan harga dengan lebih akurat dibandingkan kenyataan.

Perilaku tersebut dapat menyebabkan investor mengabaikan informasi yang bertentangan dengan keyakinannya. Investor juga dapat meningkatkan frekuensi transaksi karena merasa memiliki kemampuan untuk menemukan peluang lebih banyak daripada investor lainnya.

Overconfidence sering muncul setelah investor memperoleh keuntungan dari beberapa transaksi. Keuntungan tersebut dapat membuat investor menganggap bahwa keberhasilan



berasal sepenuhnya dari kemampuan pribadi, padahal hasil perdagangan juga dapat dipengaruhi kondisi pasar dan faktor kebetulan. Penelitian Budiman et al. (2025) membahas hubungan antara overconfidence, mental accounting, dan keputusan investasi dengan mempertimbangkan peran literasi keuangan. Kajian tersebut menunjukkan pentingnya memahami bagaimana faktor psikologis dapat memengaruhi perilaku investor.

Untuk mengurangi dampak overconfidence, investor perlu mencatat alasan setiap keputusan, mengevaluasi prediksi yang tidak sesuai kenyataan, serta bersedia mengakui keterbatasan informasi dan kemampuan pribadi.

Overtrading atau Transaksi Berlebihan

Overtrading merupakan perilaku melakukan transaksi secara berlebihan, baik dalam frekuensi maupun intensitas perdagangan. Investor yang melakukan overtrading cenderung merasa harus selalu aktif di pasar meskipun tidak terdapat peluang yang benar-benar sesuai dengan strateginya.

Perilaku ini dapat dipicu oleh keinginan memperoleh keuntungan dengan cepat, rasa bosan ketika tidak melakukan transaksi, atau keyakinan bahwa semakin sering melakukan perdagangan akan semakin besar peluang mendapatkan keuntungan. Namun, frekuensi transaksi yang tinggi dapat meningkatkan komisi dan biaya lainnya. Selain itu, terlalu sering mengambil keputusan dapat meningkatkan kemungkinan kesalahan akibat kurangnya evaluasi.

Garay dan Pulga (2021) meneliti hubungan antara intensitas perdagangan, lamanya investor berada di pasar, dan kinerja investor ritel pada pasar berkembang. Penelitian tersebut memberikan bukti bahwa aktivitas perdagangan yang lebih intensif tidak secara otomatis menghasilkan kinerja yang lebih baik. Untuk menghindari overtrading, investor perlu menetapkan kriteria transaksi yang jelas. Keputusan perdagangan sebaiknya dilakukan ketika terdapat alasan yang sesuai dengan strategi, bukan karena merasa harus selalu aktif.

Disposition Effect

Disposition effect merupakan kecenderungan investor untuk menjual saham yang sedang menghasilkan keuntungan terlalu cepat, tetapi mempertahankan saham yang mengalami kerugian terlalu lama. Perilaku ini sering terjadi karena investor merasa senang ketika memperoleh keuntungan dan ingin segera merealisasikannya. Sebaliknya, ketika mengalami kerugian, investor cenderung enggan menjual saham karena tidak ingin mengakui bahwa keputusan sebelumnya mungkin keliru.

Sebagai contoh, seorang investor membeli saham pada harga Rp1.000 per lembar. Ketika harga meningkat menjadi Rp1.100, investor segera menjual saham untuk merealisasikan keuntungan. Namun, ketika saham lain yang dibeli pada harga Rp1.000 turun menjadi Rp800, investor memilih terus menahannya dengan harapan harga akan kembali ke harga pembelian.

Keputusan tersebut tidak selalu tepat karena harga beli sebelumnya tidak menjamin bahwa saham akan kembali ke tingkat yang sama. Investor seharusnya mengevaluasi kondisi perusahaan, informasi terbaru, serta kesesuaian saham dengan strategi yang digunakan. Kahya dan Ekinci (2022) membahas disposition bias pada investor di Bursa Istanbul dan mengkaji



kaitannya dengan karakteristik investor serta frekuensi perdagangan. Penelitian tersebut memperlihatkan bahwa kecenderungan psikologis dalam merealisasikan keuntungan dan kerugian merupakan aspek penting dalam perilaku perdagangan saham.

Herding Behavior dan Mengikuti Keputusan Mayoritas

Herding behavior merupakan perilaku mengikuti keputusan kelompok atau mayoritas tanpa melakukan evaluasi yang memadai terhadap informasi secara mandiri. Dalam perdagangan saham, herding dapat muncul ketika investor membeli saham hanya karena banyak orang membicarakannya, mengikuti rekomendasi yang sedang populer, atau menjual saham secara bersamaan karena melihat investor lain melakukan tindakan serupa.

Fenomena ini semakin mudah terlihat melalui media sosial, forum investasi, grup percakapan, dan berbagai platform digital. Informasi dapat menyebar dengan cepat, tetapi tidak seluruh informasi memiliki dasar yang kuat atau dapat dipertanggungjawabkan. Hsieh et al. (2020) mengkaji hubungan antara perhatian investor ritel terhadap saham dan perilaku herding. Kajian mengenai perhatian investor dan perilaku mengikuti kelompok tersebut menunjukkan bahwa popularitas suatu saham dapat memengaruhi keputusan perdagangan. Investor perlu membedakan antara informasi yang benar-benar relevan dan informasi yang hanya mencerminkan popularitas. Keputusan yang diambil sebaiknya tetap didasarkan pada strategi, data, dan penilaian mandiri.

FOMO dan Mengejar Saham yang Sedang Populer

FOMO (*fear of missing out*) merupakan rasa takut kehilangan peluang yang sedang dinikmati orang lain. Dalam perdagangan saham, FOMO dapat mendorong investor membeli saham yang harganya sedang meningkat tajam karena khawatir tidak memperoleh keuntungan apabila terlambat masuk.

Perilaku ini sering dipengaruhi oleh informasi di media sosial, pemberitaan pasar, atau pengalaman melihat investor lain memperoleh keuntungan besar. Investor kemudian mengambil keputusan secara terburu-buru tanpa mengevaluasi apakah harga saham masih sesuai dengan strategi yang digunakan.

Sebagai contoh, suatu saham mengalami kenaikan harga dalam waktu singkat dan menjadi pembicaraan banyak investor. Seseorang yang sebelumnya tidak memiliki rencana untuk membeli saham tersebut kemudian memutuskan membeli hanya karena takut kehilangan peluang. Apabila keputusan tersebut tidak disertai evaluasi, investor berisiko masuk ketika harga sudah mengalami kenaikan yang signifikan.

FOMO dapat dikurangi dengan menyusun kriteria pemilihan saham dan tidak menjadikan popularitas sebagai alasan utama melakukan transaksi. Investor juga perlu memahami bahwa tidak semua peluang harus diikuti. Kehilangan satu peluang bukan berarti kehilangan seluruh kesempatan investasi.

Anchoring dan Ketergantungan pada Harga Beli

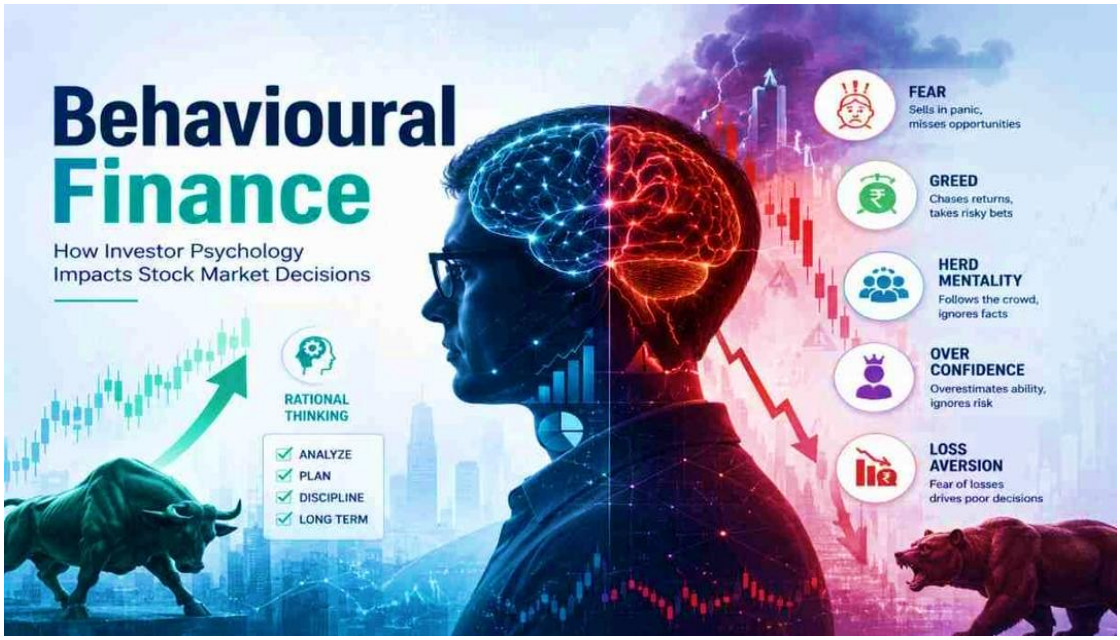
Anchoring merupakan bias psikologis ketika seseorang terlalu bergantung pada informasi awal atau angka tertentu sebagai acuan dalam mengambil keputusan. Dalam perdagangan saham, anchoring dapat terjadi ketika investor terus menggunakan harga beli sebagai patokan utama untuk menilai apakah saham layak dipertahankan atau dijual. Padahal,

harga beli merupakan informasi historis dan tidak selalu mencerminkan kondisi nilai saham saat ini.

Misalnya, investor membeli saham pada harga Rp2.000 per lembar. Setelah beberapa waktu, harga turun menjadi Rp1.500. Investor tetap mempertahankan saham tersebut hanya karena berharap harga kembali ke Rp2.000, tanpa mengevaluasi perubahan kondisi perusahaan. Harga pembelian tidak boleh menjadi satu-satunya dasar keputusan. Investor perlu memperhatikan informasi terbaru, perubahan kondisi bisnis, dan kesesuaian saham dengan strategi yang digunakan.

Dampak Kesalahan Psikologis terhadap Kinerja Perdagangan

Berbagai bias psikologis dapat saling berkaitan dan memperbesar kemungkinan terjadinya kesalahan. *Overconfidence* dapat mendorong *overtrading*, sedangkan FOMO dapat menyebabkan investor mengikuti keputusan mayoritas. *Anchoring* dan *disposition effect* dapat membuat investor sulit mengevaluasi keputusan yang sudah tidak sesuai dengan kondisi terbaru.



Gambar 10.2 Ilustrasi Bias Psikologis dalam Perdagangan Saham

Kesalahan psikologis dapat menimbulkan beberapa konsekuensi, seperti meningkatnya biaya transaksi, keputusan yang tidak konsisten, keterlambatan dalam mengevaluasi kerugian, dan ketergantungan pada informasi yang belum terverifikasi. Oleh karena itu, investor perlu mengenali kecenderungan perilakunya sendiri. Pemahaman terhadap bias psikologis dapat membantu investor mengembangkan kebiasaan mengevaluasi keputusan secara objektif dan tidak mudah dipengaruhi perubahan sentimen pasar.



10.6 DISIPLIN, KONSISTENSI, DAN PERBAIKAN KINERJA PERDAGANGAN

Disiplin merupakan kemampuan investor untuk menjalankan aturan yang telah ditetapkan secara konsisten. Dalam perdagangan saham, disiplin berarti investor tidak mudah mengubah keputusan hanya karena perubahan harga jangka pendek atau pengaruh emosi. Strategi yang baik membutuhkan pelaksanaan yang konsisten agar hasilnya dapat dievaluasi. Apabila investor terus mengubah aturan setiap kali menghadapi kondisi pasar yang berbeda, akan sulit mengetahui apakah strategi tersebut benar-benar efektif.

Disiplin bukan berarti investor tidak boleh mengubah strategi. Perubahan tetap dapat dilakukan apabila terdapat alasan yang kuat, seperti perubahan kondisi pasar, munculnya informasi baru, atau hasil evaluasi yang menunjukkan kelemahan strategi. Namun, perubahan harus dilakukan melalui proses analisis, bukan keputusan spontan.

Pengendalian Emosi dalam Perdagangan Saham

Emosi merupakan salah satu faktor yang dapat memengaruhi kualitas keputusan investor. Dua kondisi yang sering muncul adalah rasa takut dan keserakahan. Rasa takut dapat membuat investor menjual saham secara terburu-buru ketika harga mengalami penurunan. Sebaliknya, keserakahan dapat mendorong investor mempertahankan posisi atau menambah transaksi ketika harga meningkat tanpa mempertimbangkan kondisi yang mendasarinya.

Pengendalian emosi dapat dilakukan melalui beberapa kebiasaan. Pertama, investor perlu membuat rencana sebelum menghadapi situasi pasar yang penuh tekanan. Kedua, investor perlu menghindari pengambilan keputusan ketika sedang mengalami tekanan emosional yang tinggi. Ketiga, investor perlu membatasi paparan terhadap informasi yang tidak relevan atau berulang kali memicu keputusan impulsif.

Pengendalian emosi tidak berarti menghilangkan seluruh perasaan dalam perdagangan saham. Tujuannya adalah memastikan bahwa perasaan tidak menjadi satu-satunya dasar dalam mengambil keputusan.

Pencatatan Transaksi melalui Trading Journal

Trading journal merupakan catatan sistematis yang digunakan investor untuk mendokumentasikan keputusan dan hasil perdagangan. Catatan ini dapat menjadi sarana evaluasi untuk mengetahui pola keberhasilan maupun kesalahan yang berulang. Trading journal tidak hanya mencatat harga pembelian dan penjualan, tetapi juga menjelaskan alasan investor mengambil keputusan. Dengan demikian, investor dapat menilai apakah hasil perdagangan sesuai dengan pertimbangan awal. Komponen trading journal dapat disusun sebagai berikut.

No.	Komponen	Informasi yang Dicatat
1	Tanggal transaksi	Waktu keputusan perdagangan dilakukan
2	Kode saham	Identitas saham yang diperdagangkan
3	Alasan pemilihan	Dasar analisis atau informasi yang digunakan
4	Strategi	Pendekatan yang digunakan, misalnya momentum atau kontrarian
5	Harga transaksi	Harga ketika transaksi dilakukan
6	Hasil perdagangan	Keuntungan atau kerugian setelah biaya
7	Evaluasi keputusan	Kesesuaian keputusan dengan rencana

8	Pembelajaran	Hal yang perlu dipertahankan atau diperbaiki

Sebagai contoh, seorang investor melakukan transaksi berdasarkan strategi momentum. Setelah transaksi selesai, investor mencatat bahwa keputusan dilakukan berdasarkan penguatan harga dan indikator momentum. Namun, hasil akhirnya menunjukkan kerugian karena investor terlambat mengevaluasi perubahan tren. Catatan tersebut dapat menjadi bahan pembelajaran agar investor lebih memperhatikan perubahan kondisi pasar pada transaksi berikutnya.

Pembelajaran dari Kesalahan Perdagangan

Kesalahan merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari proses belajar. Namun, kesalahan yang sama dapat terus terjadi apabila investor tidak melakukan evaluasi. Investor perlu membedakan antara kesalahan analisis dan kesalahan pelaksanaan. Kesalahan analisis terjadi ketika asumsi atau informasi yang digunakan ternyata tidak sesuai dengan kondisi sebenarnya. Sementara itu, kesalahan pelaksanaan terjadi ketika investor tidak menjalankan aturan yang telah dibuat, misalnya melakukan transaksi tanpa memenuhi kriteria yang ditetapkan.

Pembedaan tersebut penting karena tindakan perbaikannya berbeda. Kesalahan analisis membutuhkan peningkatan kualitas informasi, metode pengujian, dan pemahaman terhadap karakteristik pasar. Sementara itu, kesalahan pelaksanaan membutuhkan peningkatan disiplin, pengendalian emosi, dan kepatuhan terhadap trading plan. Investor juga perlu menghindari kebiasaan menyalahkan kondisi pasar untuk setiap hasil yang tidak sesuai harapan. Evaluasi yang objektif mengharuskan investor mengakui bagian keputusan yang dapat diperbaiki.

Penyempurnaan Strategi Berdasarkan Hasil Evaluasi

Strategi perdagangan perlu dievaluasi secara berkala karena kondisi pasar dan karakteristik saham dapat berubah. Evaluasi dapat dilakukan dengan membandingkan hasil perdagangan aktual dengan hasil yang diharapkan berdasarkan trading plan. Apabila strategi menunjukkan kinerja yang tidak konsisten, investor perlu meninjau kembali beberapa aspek, seperti ketepatan indikator, kualitas data, frekuensi transaksi, biaya perdagangan, dan kesesuaian strategi dengan kondisi pasar.

Penyempurnaan strategi sebaiknya dilakukan secara bertahap. Investor dapat mengubah satu atau beberapa komponen yang dianggap bermasalah, kemudian melakukan pengujian kembali. Mengubah terlalu banyak komponen sekaligus dapat menyulitkan investor dalam mengetahui faktor yang menyebabkan perubahan hasil. Proses penyempurnaan juga harus mempertimbangkan kemungkinan bahwa suatu strategi memang tidak sesuai dengan kondisi tertentu. Tidak semua strategi dapat bekerja secara optimal pada setiap periode pasar.

Membangun Kebiasaan Perdagangan yang Bertanggung Jawab

Perdagangan saham yang bertanggung jawab memerlukan kebiasaan untuk mengambil keputusan berdasarkan informasi yang relevan, menjaga konsistensi strategi, dan mengevaluasi hasil secara terbuka. Investor perlu membiasakan diri melakukan pemeriksaan informasi sebelum mengambil keputusan, menghindari rekomendasi yang tidak jelas



sumbernya, serta tidak menggunakan dana yang seharusnya diperuntukkan bagi kebutuhan pokok untuk melakukan perdagangan spekulatif.

Selain itu, investor perlu memahami bahwa keberhasilan perdagangan tidak hanya diukur dari keuntungan dalam satu atau dua transaksi. Konsistensi proses pengambilan keputusan, kemampuan belajar dari kesalahan, serta ketepatan dalam mengevaluasi strategi juga merupakan bagian penting dari kualitas seorang investor. Dengan membangun kebiasaan tersebut, investor dapat mengembangkan pendekatan perdagangan yang lebih terukur dan tidak mudah terpengaruh oleh perubahan sentimen pasar.

Strategi perdagangan saham merupakan pedoman yang membantu investor mengambil keputusan secara terencana dan konsisten. Penyusunan strategi perlu dimulai dengan penetapan tujuan, pemilihan pendekatan, penentuan kriteria transaksi, serta pembuatan *trading plan* yang dapat dievaluasi. Strategi mengikuti tren dan momentum memanfaatkan kecenderungan pergerakan harga, sedangkan strategi kontrarian berusaha mengidentifikasi peluang ketika harga dinilai mengalami penyimpangan. Kedua pendekatan tersebut memiliki kelebihan dan keterbatasan sehingga perlu diuji sebelum diterapkan. Pengujian dapat dilakukan melalui backtesting dan pengujian di luar sampel dengan tetap memperhitungkan biaya transaksi agar hasil evaluasi lebih realistis.

Di sisi lain, investor perlu memahami berbagai kesalahan psikologis yang dapat memengaruhi keputusan, seperti *overconfidence, overtrading, disposition effect, herding behavior, FOMO*, dan *anchoring.* Kesalahan tersebut dapat mengurangi kualitas keputusan serta menyebabkan investor menyimpang dari strategi yang telah ditetapkan. Pada akhirnya, keberhasilan dalam perdagangan saham tidak hanya ditentukan oleh kemampuan memilih strategi, tetapi juga oleh disiplin dalam menerapkannya. Pencatatan melalui trading journal, evaluasi berkala, dan pembelajaran dari kesalahan menjadi bagian penting dalam meningkatkan kualitas keputusan. Investor yang mampu menggabungkan strategi yang terukur dengan pengendalian perilaku akan memiliki dasar yang lebih baik dalam menghadapi dinamika perdagangan saham.



BAB 11
BAHASA PELAPORAN KEUANGAN

Laporan keuangan merupakan salah satu sumber informasi paling penting bagi investor dalam memahami kondisi dan kinerja suatu perusahaan. Namun, laporan keuangan tidak cukup hanya dilihat sebagai kumpulan angka yang menunjukkan jumlah aset, utang, pendapatan, dan laba. Di balik angka-angka tersebut terdapat bahasa akuntansi yang digunakan perusahaan untuk menjelaskan aktivitas bisnis, kebijakan keuangan, risiko, serta prospek perusahaan pada masa mendatang.

Dalam dunia investasi saham, kemampuan memahami bahasa pelaporan keuangan menjadi keterampilan penting. Investor tidak hanya dituntut mengetahui apakah perusahaan memperoleh keuntungan atau mengalami kerugian, tetapi juga harus mampu memahami bagaimana keuntungan tersebut terbentuk, dari mana sumber pendapatan berasal, bagaimana perusahaan mengelola kewajibannya, dan apakah informasi yang disampaikan mencerminkan kondisi ekonomi perusahaan secara wajar.

Fülbier dan Sellhorn (2023) memandang akuntansi dan pelaporan perusahaan sebagai bagian dari bahasa bisnis yang berfungsi menyampaikan informasi kepada berbagai pemangku kepentingan. Perspektif ini memperlihatkan bahwa laporan keuangan mempunyai fungsi komunikasi yang sangat penting. Perusahaan menyampaikan kondisi ekonominya melalui istilah, angka, klasifikasi, serta penjelasan yang mengikuti standar pelaporan tertentu.

Bagi investor, memahami bahasa laporan keuangan berarti mampu menerjemahkan informasi akuntansi menjadi pengetahuan yang dapat digunakan untuk menilai perusahaan. Oleh karena itu, bab ini membahas karakteristik bahasa pelaporan keuangan, istilah dan klasifikasi akuntansi, cara membaca informasi keuangan, pengungkapan manajemen, serta perkembangan pelaporan keuangan berbasis digital. Pembahasan diarahkan pada kemampuan pembaca dalam memahami informasi yang disampaikan perusahaan, bukan mengulang pembahasan strategi perdagangan, pemilihan saham, maupun mekanisme transaksi yang telah dibahas pada bab sebelumnya.

Beberapa panduan investasi menyarankan Anda untuk mempelajari cara menganalisis laporan keuangan perusahaan, namun hal tersebut mungkin tidak banyak membantu kegiatan investasi Anda. Secara realistis, kebanyakan orang tidak akan pernah cukup mahir dalam menganalisis laporan keuangan untuk sekadar melakukan analisis keuangan dasar sekalipun. Selain itu, tujuan kita adalah menemukan investasi yang baik, bukan sekadar perusahaan yang baik. Sebuah perusahaan dengan utang yang besar dan penjualan yang menurun bisa menjadi investasi yang menguntungkan jika harganya cukup rendah. Sebaliknya, perusahaan hebat dengan prospek yang cerah bisa menjadi investasi yang buruk jika harganya terlalu tinggi. Meski demikian, memahami laporan keuangan tetap bermanfaat untuk membantu Anda menguasai bahasa dan konsep dalam pelaporan keuangan.



11.1 BAHASA PELAPORAN KEUANGAN SEBAGAI MEDIA KOMUNIKASI BISNIS

Dalam kegiatan bisnis, komunikasi tidak hanya berlangsung melalui pertemuan, presentasi, atau penyampaian laporan secara lisan. Perusahaan juga berkomunikasi melalui laporan keuangan yang disusun secara sistematis untuk menjelaskan kondisi dan hasil aktivitas ekonominya. Laporan keuangan dapat dipahami sebagai bahasa formal perusahaan karena di dalamnya terdapat simbol, angka, istilah, dan penjelasan yang digunakan untuk menggambarkan keadaan bisnis kepada pihak eksternal maupun internal.

Bahasa pelaporan keuangan memiliki karakteristik yang berbeda dari bahasa komunikasi sehari-hari. Bahasa yang digunakan mengikuti ketentuan akuntansi sehingga suatu istilah mempunyai pengertian tertentu dan tidak selalu sama dengan pengertian umum. Sebagai contoh, istilah aset tidak sekadar berarti kekayaan yang dimiliki perusahaan, tetapi merupakan sumber daya ekonomi yang memenuhi kriteria pengakuan sesuai standar akuntansi. Demikian pula, istilah pendapatan tidak selalu identik dengan uang tunai yang diterima perusahaan karena pengakuannya mengikuti prinsip akuntansi yang berlaku.

Dalam konteks ini, laporan keuangan berfungsi menyampaikan informasi mengenai posisi keuangan, kinerja keuangan, dan arus kas perusahaan. Informasi tersebut digunakan oleh investor untuk memahami bagaimana sumber daya perusahaan dikelola dan bagaimana aktivitas bisnis menghasilkan manfaat ekonomi. Kreditor dapat menggunakan informasi yang sama untuk menilai kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya, sedangkan manajemen memanfaatkannya untuk mengevaluasi hasil pengelolaan bisnis.

Fülbier dan Sellhorn (2023) menjelaskan pentingnya memahami akuntansi sebagai bahasa bisnis yang mampu menghubungkan informasi perusahaan dengan kebutuhan masyarakat dan dunia usaha. Artinya, kualitas komunikasi keuangan tidak hanya ditentukan oleh ketepatan angka yang disajikan, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan menyampaikan informasi tersebut secara relevan dan dapat dipahami.

Sebagai contoh, sebuah perusahaan melaporkan laba bersih sebesar Rp50 miliar. Angka tersebut memberikan informasi awal bahwa perusahaan memperoleh keuntungan selama periode pelaporan. Namun, investor masih perlu memahami bagaimana laba tersebut terbentuk. Apakah peningkatan laba berasal dari kenaikan penjualan, efisiensi biaya, keuntungan penjualan aset, atau pendapatan nonoperasional? Tanpa memahami penjelasan yang menyertai angka tersebut, investor berpotensi memperoleh gambaran yang tidak lengkap mengenai kinerja perusahaan.

Dengan demikian, bahasa pelaporan keuangan bukan sekadar alat untuk menyampaikan hasil perhitungan akuntansi. Bahasa tersebut merupakan sarana perusahaan dalam menjelaskan realitas ekonomi yang terjadi selama periode tertentu. Kemampuan membaca dan menafsirkan bahasa ini membantu investor memperoleh pemahaman yang lebih menyeluruh terhadap informasi yang disampaikan perusahaan.

11.2 KARAKTERISTIK BAHASA PELAPORAN KEUANGAN YANG BERKUALITAS

Bahasa pelaporan keuangan yang baik harus mampu menyampaikan informasi secara jelas, relevan, dapat dibandingkan, dan tidak menyesatkan. Informasi keuangan yang benar



secara angka belum tentu mudah dipahami apabila disajikan menggunakan istilah yang tidak konsisten, kalimat yang terlalu kompleks, atau penjelasan yang tidak memberikan konteks memadai.

Kualitas bahasa dalam laporan keuangan berkaitan erat dengan karakteristik kualitatif informasi keuangan. Dalam Kerangka Konseptual Pelaporan Keuangan, karakteristik fundamental informasi keuangan adalah relevansi dan representasi tepat (faithful representation). Informasi yang relevan memiliki kemampuan memengaruhi keputusan pengguna, sedangkan representasi tepat berarti informasi menggambarkan fenomena ekonomi secara lengkap, netral, dan bebas dari kesalahan dalam proses penyusunannya.

Selain karakteristik fundamental tersebut, terdapat karakteristik peningkat berupa keterbandingan, keterverifikasian, ketepatwaktuan, dan keterpahaman. Keterbandingan memungkinkan pengguna membandingkan laporan perusahaan dari periode ke periode maupun dengan perusahaan lain. Keterverifikasian membantu memastikan bahwa informasi yang disajikan didukung bukti yang memadai. Ketepatwaktuan memastikan informasi tersedia ketika masih berguna untuk pengambilan keputusan, sedangkan keterpahaman menekankan pentingnya penyajian informasi secara jelas dan terstruktur.

Gosselin, Le Maux, dan Smaili (2021) melalui kajian mengenai keterbacaan pengungkapan akuntansi menunjukkan bahwa kompleksitas bahasa merupakan salah satu aspek penting dalam penelitian pelaporan keuangan. Penggunaan istilah teknis yang berlebihan, kalimat panjang, serta struktur penjelasan yang rumit dapat meningkatkan kesulitan pembaca dalam memahami informasi perusahaan.

Namun, keterbacaan tidak selalu identik dengan kesederhanaan bahasa. Laporan keuangan tetap harus menggunakan istilah akuntansi secara tepat. Penyederhanaan bahasa yang berlebihan justru dapat menghilangkan makna teknis dan menimbulkan kesalahpahaman. Oleh karena itu, tantangan perusahaan adalah menyampaikan informasi yang kompleks menggunakan struktur bahasa yang tetap akurat tetapi mudah diikuti.

Sebagai ilustrasi, perusahaan dapat menggunakan penjelasan yang terlalu teknis ketika menerangkan perubahan nilai aset tetap. Penjelasan tersebut mungkin benar menurut standar akuntansi, tetapi sulit dipahami pembaca yang tidak memiliki latar belakang akuntansi. Penyajian yang lebih komunikatif dapat menjelaskan bahwa perubahan nilai aset terjadi karena penambahan investasi, penyusutan, atau pelepasan aset selama periode berjalan, kemudian dilengkapi dengan rincian perhitungannya.

Kualitas bahasa juga dipengaruhi oleh konsistensi penggunaan istilah. Apabila perusahaan menggunakan istilah yang berbeda untuk menjelaskan pos yang sebenarnya sama, pembaca dapat mengalami kesulitan melakukan perbandingan. Konsistensi menjadi semakin penting ketika investor membaca laporan perusahaan dalam beberapa tahun berturut-turut.

Dengan demikian, bahasa pelaporan keuangan yang berkualitas harus mampu mempertahankan ketepatan terminologi akuntansi sekaligus memberikan kemudahan bagi pengguna dalam memahami informasi. Kualitas tersebut menjadi bagian penting dari transparansi dan akuntabilitas perusahaan.



11.3 MEMAHAMI ISTILAH, LABEL, DAN KLASIFIKASI DALAM LAPORAN KEUANGAN

Salah satu kesulitan yang sering dihadapi investor pemula ketika membaca laporan keuangan adalah banyaknya istilah akuntansi yang mempunyai makna khusus. Beberapa istilah terlihat sederhana, tetapi memiliki konsekuensi yang berbeda ketika digunakan dalam konteks pelaporan keuangan. Oleh sebab itu, memahami istilah dan klasifikasi akuntansi merupakan langkah penting untuk menghindari kesalahan dalam menafsirkan informasi perusahaan.

Dalam laporan keuangan, setiap akun mempunyai nama atau label yang menunjukkan jenis informasi yang disajikan. Sebagai contoh, istilah pendapatan, laba kotor, laba operasional, laba sebelum pajak, dan laba bersih merupakan istilah yang saling berkaitan, tetapi tidak menunjukkan hal yang sama. Pendapatan menggambarkan penghasilan yang diperoleh perusahaan dari aktivitasnya, sedangkan laba merupakan hasil pengurangan pendapatan dengan beban tertentu sesuai tahapan perhitungannya.

Perbedaan istilah tersebut dapat dilihat dalam laporan laba rugi. Ketika perusahaan melaporkan peningkatan pendapatan, kondisi tersebut belum tentu menunjukkan bahwa laba perusahaan juga meningkat. Perusahaan mungkin mengalami kenaikan biaya produksi, beban operasional, atau beban keuangan yang lebih besar daripada pertumbuhan pendapatannya. Dengan demikian, investor perlu memahami hubungan antarterminologi sebelum menarik kesimpulan dari angka yang disajikan.

Hal serupa juga berlaku dalam laporan posisi keuangan. Istilah aset lancar dan aset tidak lancar menunjukkan klasifikasi sumber daya perusahaan berdasarkan sifat dan periode realisasinya. Liabilitas jangka pendek dan liabilitas jangka panjang menunjukkan pengelompokan kewajiban berdasarkan waktu penyelesaiannya. Sementara itu, ekuitas menggambarkan kepentingan residual pemilik atas aset perusahaan setelah dikurangi seluruh liabilitas.

Selain istilah dasar tersebut, terdapat beberapa istilah yang sering menimbulkan kesalahpahaman, seperti laba bersih, laba komprehensif, laba yang dapat diatribusikan kepada pemilik entitas induk, serta kepentingan nonpengendali. Istilah-istilah tersebut penting terutama ketika investor membaca laporan keuangan perusahaan yang mempunyai anak perusahaan.

Yao, Qu, dan Kummer (2024) mengkaji bagaimana penggunaan label dalam pelaporan keuangan, khususnya istilah *Other Comprehensive Income* (OCI), dapat memengaruhi penilaian investor nonprofesional. Penelitian tersebut memperlihatkan bahwa pemilihan istilah dan cara suatu informasi diberi label bukan sekadar persoalan penyusunan dokumen, melainkan dapat memengaruhi cara pembaca memahami substansi informasi keuangan.

Untuk memahami hal tersebut, perhatikan ilustrasi berikut. Sebuah perusahaan melaporkan laba bersih sebesar Rp100 miliar dan penghasilan komprehensif lain sebesar Rp20 miliar. Kedua angka tersebut tidak boleh langsung dianggap sebagai dua sumber laba yang terpisah dan dijumlahkan tanpa memahami klasifikasinya. Penghasilan komprehensif lain merupakan komponen pendapatan dan beban tertentu yang, berdasarkan standar akuntansi, tidak langsung diakui dalam laba rugi periode berjalan.



Dalam membaca laporan keuangan, investor juga perlu memperhatikan istilah yang menunjukkan estimasi dan pertimbangan manajemen, seperti nilai wajar (fair value), penurunan nilai (impairment), penyisihan kerugian kredit ekspektasian (expected credit loss), dan provisi (provision). Istilah tersebut menunjukkan bahwa beberapa angka dalam laporan keuangan tidak selalu berasal dari transaksi kas secara langsung, tetapi melibatkan estimasi berdasarkan informasi dan asumsi tertentu.

Oleh karena itu, memahami bahasa akuntansi berarti memahami makna setiap istilah sekaligus hubungan istilah tersebut dengan informasi lainnya. Kemampuan ini membantu pembaca menghindari kesalahan interpretasi dan memperoleh gambaran yang lebih tepat mengenai kondisi perusahaan.

11.4 LAPORAN KEUANGAN SEBAGAI SUMBER INFORMASI PENTING

Salah satu bagian laporan keuangan yang sering kurang mendapatkan perhatian investor pemula adalah Catatan atas Laporan Keuangan (CALK). Banyak pembaca lebih tertarik melihat angka pada laporan laba rugi atau laporan posisi keuangan, sementara penjelasan yang menyertai angka tersebut sering kali dilewatkan. Padahal, CALK mempunyai peran penting dalam menjelaskan bagaimana angka-angka tersebut disusun, diukur, diklasifikasikan, dan disajikan.

Catatan atas laporan keuangan merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan. Bagian ini memberikan informasi tambahan mengenai kebijakan akuntansi, rincian akun, pertimbangan manajemen, estimasi, komitmen, kontinjensi, serta berbagai transaksi yang membutuhkan penjelasan lebih lanjut.

Sebagai contoh, pada laporan posisi keuangan perusahaan terdapat akun piutang usaha sebesar Rp200 miliar. Angka tersebut menunjukkan jumlah piutang yang diakui perusahaan pada tanggal pelaporan. Akan tetapi, investor belum mengetahui berapa bagian piutang yang diperkirakan dapat ditagih dan apakah terdapat pelanggan yang mengalami kesulitan pembayaran.

Penjelasan mengenai kualitas piutang, umur piutang, penyisihan kerugian kredit ekspektasian, dan kebijakan penagihan dapat ditemukan dalam catatan atas laporan keuangan. Informasi tersebut memberikan konteks tambahan yang tidak selalu terlihat dari angka utama pada laporan posisi keuangan.

Demikian pula ketika perusahaan memiliki aset tetap dalam jumlah besar. Laporan posisi keuangan dapat menunjukkan nilai tercatat aset tetap, tetapi informasi mengenai metode penyusutan, umur manfaat, penambahan aset, pelepasan aset, serta penurunan nilai biasanya dijelaskan lebih lanjut dalam CALK.

Telles dan Meirelles Salotti (2024) melakukan penelitian mengenai keterbacaan dan keterpahaman catatan atas laporan keuangan melalui eksperimen yang melibatkan 111 partisipan berlatar belakang akuntansi di Brasil. Temuannya menunjukkan bahwa peningkatan keterbacaan teks tidak secara otomatis meningkatkan keterpahaman pembaca. Penelitian tersebut juga menekankan bahwa pemahaman dipengaruhi oleh kompleksitas konteks, struktur kalimat, serta karakteristik pembaca.



Temuan tersebut memiliki implikasi penting bagi investor. Seseorang dapat membaca sebuah catatan akuntansi dengan lancar, tetapi belum tentu memahami konsekuensi ekonominya. Misalnya, pembaca mengetahui bahwa perusahaan memiliki kewajiban kontinjensi, tetapi belum tentu memahami bahwa kewajiban tersebut merupakan potensi kewajiban yang bergantung pada terjadinya peristiwa tertentu. Untuk membantu pembaca, berikut beberapa istilah yang sering ditemukan dalam catatan atas laporan keuangan.

Istilah	Makna dalam pelaporan keuangan
Kebijakan akuntansi	Prinsip dan dasar yang digunakan dalam penyusunan laporan
Estimasi akuntansi	Perkiraan berdasarkan informasi yang tersedia
Penurunan nilai	Pengurangan nilai tercatat aset ketika nilai yang dapat dipulihkan lebih rendah
Kontinjensi	Kondisi yang melibatkan ketidakpastian atas kemungkinan kewajiban atau aset
Komitmen	Kesepakatan atau tanggung jawab kontraktual tertentu
Pihak berelasi	Pihak yang mempunyai hubungan tertentu dengan entitas pelapor
Nilai wajar	Harga dalam transaksi teratur antara pelaku pasar pada tanggal pengukuran

CALK juga memberikan informasi mengenai transaksi dengan pihak berelasi. Transaksi tersebut penting diperhatikan karena dapat melibatkan perusahaan induk, anak perusahaan, pemegang saham pengendali, maupun pihak lain yang mempunyai hubungan khusus dengan perusahaan. Hubungan tersebut dapat memengaruhi cara transaksi dilakukan dan bagaimana transaksi dicatat.

Bagi investor, membaca catatan atas laporan keuangan sebaiknya dilakukan secara terarah. Ketika menemukan angka yang mengalami perubahan besar, pembaca dapat mencari penjelasannya pada catatan akun terkait. Ketika menemukan transaksi yang tidak biasa, pembaca dapat menelusuri kebijakan dan pengungkapan yang menyertainya. Dengan demikian, CALK tidak seharusnya dipandang sebagai bagian tambahan yang boleh diabaikan. Bagian ini justru menjadi sumber informasi penting untuk memahami makna angka, kebijakan akuntansi, dan kondisi yang mendasari penyajian laporan keuangan.

11.5 BAHASA NARATIF DAN PENGUNGKAPAN MANAJEMEN DALAM LAPORAN TAHUNAN

Laporan tahunan (*annual report*) merupakan dokumen komunikasi perusahaan yang menyajikan informasi lebih luas daripada laporan keuangan utama. Di dalamnya terdapat informasi mengenai kegiatan operasional, strategi bisnis, perkembangan industri, tata kelola perusahaan, risiko usaha, serta penjelasan manajemen terhadap pencapaian perusahaan selama periode tertentu.

Berbeda dengan laporan keuangan yang sebagian besar menggunakan angka dan klasifikasi akuntansi, laporan tahunan juga memanfaatkan bahasa naratif. Bahasa naratif merupakan bentuk komunikasi tertulis yang digunakan manajemen untuk menjelaskan keadaan perusahaan, pencapaian, tantangan, dan rencana bisnis.



Salah satu bagian yang penting diperhatikan adalah *Management Discussion and Analysis* (MD&A), yang dalam konteks Indonesia dikenal sebagai pembahasan dan analisis manajemen. Bagian ini memberikan penjelasan mengenai kondisi keuangan dan hasil operasional perusahaan dari perspektif manajemen. Pembaca dapat menemukan uraian tentang pertumbuhan pendapatan, perubahan biaya, kondisi industri, kebutuhan modal, risiko bisnis, dan faktor-faktor yang memengaruhi kinerja perusahaan.

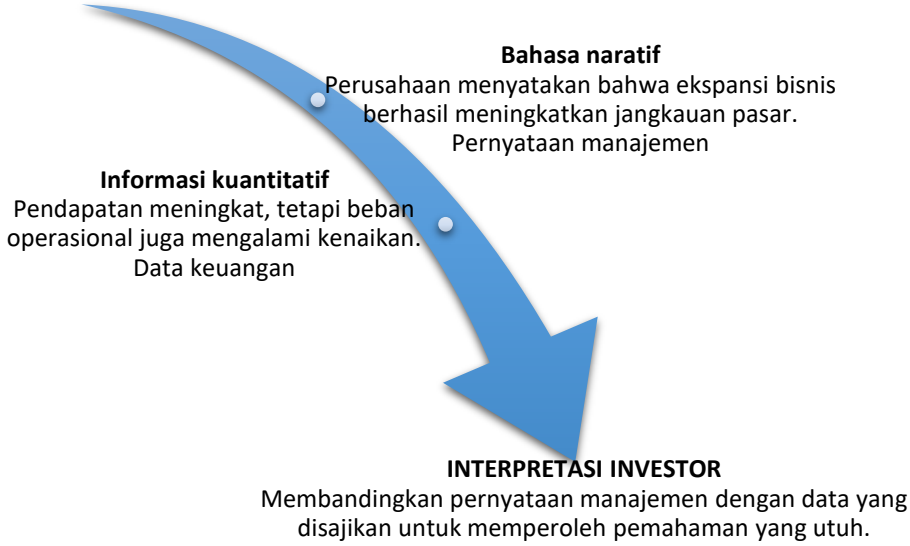
Gutiérrez Ponce, Chamizo González, dan Al-Mohareb (2023) melalui kajian sistematis mengenai keterbacaan laporan tahunan menunjukkan bahwa laporan tahunan perlu dianalisis tidak hanya dari aspek angka, tetapi juga dari sudut pandang linguistik dan komunikasi. Struktur bahasa, panjang kalimat, pemilihan kata, serta organisasi informasi dapat memengaruhi cara pembaca memahami laporan perusahaan.

Hal yang menarik dalam bahasa naratif adalah penggunaan nada komunikasi atau corporate tone. Manajemen dapat menggunakan kata-kata yang memberikan kesan optimistis, netral, maupun pesimistis ketika menjelaskan perkembangan perusahaan. Penggunaan istilah seperti peningkatan, keberhasilan, peluang, tantangan, tekanan, dan ketidakpastian dapat membentuk persepsi pembaca terhadap kondisi perusahaan.

Namun, investor harus membedakan antara pernyataan manajemen dan fakta yang dapat dibuktikan melalui informasi keuangan. Ketika manajemen menyatakan bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan yang sangat baik, investor perlu melihat apakah pernyataan tersebut didukung oleh perkembangan pendapatan, laba, arus kas, atau indikator operasional yang relevan.

Misalnya, sebuah perusahaan menyampaikan narasi bahwa tahun berjalan merupakan periode ekspansi yang berhasil. Perusahaan menjelaskan bahwa jumlah pelanggan meningkat dan jaringan distribusi semakin luas. Namun, pada bagian lain laporan tahunan, terdapat informasi bahwa beban operasional meningkat secara signifikan dan arus kas operasi mengalami penurunan.

Kedua informasi tersebut tidak harus saling bertentangan, tetapi investor perlu membaca keduanya secara bersamaan. Narasi manajemen memberikan penjelasan mengenai aktivitas dan kondisi bisnis, sedangkan laporan keuangan menyediakan informasi terukur mengenai dampak ekonomi dari aktivitas tersebut.



Gambar 11.1. Ilustrasi hubungan pengungkapan naratif dengan informasi kuantitatif.

Efretuei (2021) membahas variasi keterbacaan dan nada bahasa dalam narasi akuntansi berdasarkan tahun dan industri. Kajian ini relevan untuk menunjukkan bahwa cara perusahaan menyampaikan informasi dapat berbeda berdasarkan karakteristik perusahaan dan lingkungan bisnisnya.

Bagi investor, pengamatan terhadap bahasa naratif dapat membantu mengidentifikasi hal-hal yang perlu ditelusuri lebih lanjut. Pernyataan optimistis perlu dibandingkan dengan pencapaian yang dapat diukur, sedangkan penjelasan mengenai tantangan perlu diperhatikan untuk memahami risiko yang dihadapi perusahaan.

Dengan demikian, membaca laporan tahunan membutuhkan kemampuan untuk menghubungkan penjelasan manajemen dengan informasi akuntansi. Investor tidak cukup hanya membaca bagian yang berisi pencapaian perusahaan, tetapi juga perlu memperhatikan bagian yang membahas keterbatasan, ketidakpastian, dan tantangan bisnis.

11.6 KETERBACAAN, TRANSPARANSI, DAN POTENSI BIAS PELAPORAN KEUANGAN

Keterbacaan laporan keuangan merupakan aspek yang berkaitan dengan kemampuan pembaca memahami informasi yang disampaikan perusahaan. Dalam praktiknya, perusahaan dapat menyajikan laporan yang sangat lengkap, tetapi belum tentu mudah dipahami oleh semua pengguna. Penggunaan istilah teknis, penjelasan panjang, pengulangan informasi, dan struktur kalimat yang kompleks dapat meningkatkan beban pembaca dalam menginterpretasikan informasi.

Gosselin et al. (2021) menunjukkan bahwa penelitian mengenai keterbacaan pengungkapan akuntansi telah berkembang menjadi salah satu bidang penting dalam kajian pelaporan perusahaan. Keterbacaan menjadi perhatian karena informasi yang tidak mudah



dipahami berpotensi menghambat proses komunikasi antara perusahaan dan pengguna laporan keuangan.

Salah satu aspek yang perlu diperhatikan adalah kemungkinan penggunaan bahasa yang terlalu kompleks ketika perusahaan menyampaikan informasi negatif. Dalam penelitian pelaporan keuangan, fenomena ini sering dikaitkan dengan obfuscation hypothesis, yaitu dugaan bahwa kompleksitas bahasa dapat digunakan untuk mengaburkan informasi atau membuat pembaca lebih sulit mengidentifikasi kondisi tertentu.

Konsep tersebut tidak berarti setiap laporan yang menggunakan kalimat kompleks pasti mengandung manipulasi. Kompleksitas dapat muncul karena transaksi perusahaan memang rumit, memiliki banyak anak perusahaan, atau beroperasi dalam lingkungan bisnis yang membutuhkan pengungkapan teknis. Oleh karena itu, investor perlu membedakan antara kompleksitas yang memang diperlukan dan kompleksitas yang tidak memberikan manfaat informasi.

Soepriyanto dan rekan-rekan (2021), dalam penelitian mengenai keterbacaan laporan tahunan dan ketidakteraturan akuntansi pada perusahaan publik Indonesia, memberikan konteks penting mengenai hubungan antara karakteristik pengungkapan dan kualitas pelaporan. Penelitian tersebut relevan untuk memahami mengapa investor perlu memperhatikan kualitas penyajian informasi, bukan hanya kelengkapan dokumen.

Transparansi juga berkaitan dengan keseimbangan informasi yang disampaikan perusahaan. Perusahaan yang transparan tidak hanya menjelaskan keberhasilan, tetapi juga memberikan pengungkapan yang memadai mengenai risiko, ketidakpastian, dan faktor-faktor yang dapat memengaruhi keberlangsungan kegiatan usaha.

Sebagai contoh, ketika perusahaan mengalami penurunan penjualan, manajemen sebaiknya memberikan penjelasan yang memadai mengenai faktor penyebabnya. Penurunan tersebut mungkin disebabkan oleh melemahnya permintaan, persaingan harga, perubahan preferensi konsumen, atau gangguan distribusi. Penjelasan yang jelas membantu investor memahami konteks perubahan kinerja.

Investor juga perlu memperhatikan konsistensi narasi antarperiode. Apabila pada tahun sebelumnya perusahaan menjelaskan bahwa suatu proyek akan memberikan kontribusi besar terhadap pendapatan, tetapi pada tahun berikutnya proyek tersebut tidak lagi dibahas, pembaca perlu menelusuri apakah terdapat perubahan strategi atau hambatan dalam pelaksanaannya.

Untuk membantu proses pembacaan secara kritis, terdapat beberapa pertanyaan yang dapat digunakan ketika mengevaluasi bahasa pelaporan perusahaan. Apakah penjelasan manajemen didukung oleh data? Apakah informasi negatif disampaikan secara terbuka? Apakah terdapat perubahan istilah yang memengaruhi perbandingan antarperiode? Apakah kebijakan akuntansi dijelaskan secara memadai? Apakah terdapat informasi penting yang hanya muncul dalam catatan tambahan?

Periksa kejelasan informasi

Apakah istilah dan penjelasan dapat dipahami?

Periksa konsistensi

Apakah penyajian informasi konsisten antarperiode?

Periksa keseimbangan pengungkapan

Apakah keberhasilan dan risiko dijelaskan secara proporsional?

Periksa dukungan data

Apakah narasi manajemen sesuai dengan informasi kuantitatif?

Periksa kelengkapan konteks

Apakah catatan dan penjelasan tambahan telah diperhatikan?

Gambar 11.2. Tahapan evaluasi kualitas komunikasi dalam laporan keuangan.

Dengan kemampuan membaca secara kritis, investor dapat mengurangi ketergantungan pada narasi yang disampaikan perusahaan. Informasi keuangan perlu dipahami sebagai satu kesatuan antara angka, kebijakan akuntansi, penjelasan manajemen, dan pengungkapan risiko. Pendekatan tersebut membantu pembaca memperoleh pemahaman yang lebih objektif terhadap kondisi perusahaan.

11.7 TRANSFORMASI BAHASA PELAPORAN KEUANGAN DALAM ERA DIGITAL

Perkembangan teknologi informasi telah mengubah cara perusahaan menyusun, menyampaikan, dan mendistribusikan laporan keuangan. Pada masa sebelumnya, informasi keuangan lebih banyak disajikan dalam bentuk dokumen cetak atau berkas digital yang hanya dapat dibaca secara visual. Saat ini, perkembangan teknologi memungkinkan informasi keuangan disajikan dalam format terstruktur sehingga dapat diproses, dicari, dibandingkan, dan dianalisis menggunakan perangkat lunak.

Salah satu perkembangan penting dalam pelaporan keuangan digital adalah penggunaan eXtensible Business Reporting Language (XBRL). XBRL merupakan bahasa berbasis XML yang digunakan untuk memberikan penanda atau identitas digital pada elemen informasi bisnis dan keuangan. Dengan teknologi ini, setiap elemen laporan dapat diberi tag sehingga sistem komputer dapat mengenali jenis informasi yang disajikan.

Sebagai contoh, ketika perusahaan melaporkan pendapatan sebesar Rp500 miliar, informasi tersebut tidak hanya disimpan sebagai tulisan atau angka biasa. Dalam format XBRL, elemen pendapatan dapat diberi identitas digital yang menjelaskan bahwa angka tersebut merupakan informasi pendapatan, periode pelaporan, satuan mata uang, dan entitas yang melaporkannya.

Dengan demikian, teknologi XBRL memungkinkan data keuangan diproses secara lebih sistematis. Investor, analis, regulator, dan penyedia layanan informasi dapat menggunakan data terstruktur untuk melakukan pencarian dan perbandingan informasi tanpa harus membaca seluruh dokumen secara manual.

Li, Zhu, dan Zuo (2021) melalui penelitian berjudul Reporting Technologies and Textual Readability: Evidence from the XBRL Mandate mengkaji pengaruh penerapan XBRL terhadap keterbacaan pengungkapan tekstual perusahaan. Penelitian tersebut menemukan bahwa penerapan awal XBRL di Amerika Serikat berkaitan dengan penurunan keterbacaan sebagian laporan tahunan dalam format HTML. Peneliti menjelaskan bahwa salah satu faktor yang mungkin berperan adalah berkurangnya perhatian manajemen terhadap penyusunan bagian naratif akibat kebutuhan penyesuaian terhadap teknologi pelaporan.

Temuan tersebut memberikan pelajaran bahwa digitalisasi tidak selalu secara otomatis meningkatkan kualitas komunikasi keuangan. Standardisasi data memang dapat meningkatkan kemudahan pemrosesan informasi, tetapi perusahaan tetap perlu memperhatikan kualitas bahasa dan penjelasan yang dibaca manusia.

Penelitian mengenai dampak adopsi XBRL terhadap kualitas pelaporan keuangan pada tingkat negara oleh Al-Htaybat dan rekan-rekan? Wait not source. Use study titled "Impact of XBRL adoption on financial reporting quality: a global evidence" (2022), Accounting Research Journal. Penelitian tersebut menggunakan data dari 98 negara berkembang dan maju dan menemukan hubungan positif antara adopsi XBRL dengan kualitas pelaporan keuangan, dengan hubungan yang lebih kuat pada negara berkembang.

Perkembangan pelaporan digital juga mendorong kebutuhan akan standardisasi istilah akuntansi. Setiap akun dan elemen laporan harus memiliki identitas yang jelas agar dapat dikenali oleh sistem. Hal ini penting karena satu istilah yang tidak konsisten dapat menyebabkan kesalahan dalam pengelompokan atau perbandingan data.

Dalam konteks Indonesia, digitalisasi pelaporan keuangan juga berkaitan dengan kebutuhan perusahaan untuk memenuhi ketentuan regulator dan menyediakan informasi yang dapat diakses oleh publik. Bursa Efek Indonesia dan Otoritas Jasa Keuangan memiliki peran dalam penyediaan serta pengawasan informasi perusahaan terbuka. Investor dapat memanfaatkan laporan tahunan dan laporan keuangan elektronik yang dipublikasikan melalui kanal resmi untuk memperoleh informasi perusahaan.

Transformasi digital juga membuka peluang penggunaan kecerdasan buatan (*Artificial Intelligence*/AI) dalam membaca dokumen keuangan. Teknologi pemrosesan bahasa alami (*Natural Language Processing*/NLP) dapat digunakan untuk mengidentifikasi istilah, mengelompokkan informasi, membandingkan narasi antarperiode, dan menemukan bagian laporan yang memerlukan perhatian lebih lanjut.

Meskipun demikian, hasil pemrosesan otomatis tetap membutuhkan pemeriksaan manusia. Sistem AI dapat mengalami kesalahan ketika memahami istilah yang memiliki makna berbeda berdasarkan konteks akuntansi. Sebagai contoh, kata provision dapat berkaitan dengan provisi atau penyisihan, tergantung konteks penggunaannya. Oleh karena itu, investor tidak seharusnya menerima hasil analisis otomatis tanpa memeriksa sumber dan konteks informasi.

Pada akhirnya, bahasa pelaporan keuangan di era digital mengalami perkembangan dari sekadar komunikasi melalui dokumen menjadi komunikasi melalui data terstruktur yang dapat diproses oleh manusia maupun mesin. Perubahan ini membuat kemampuan memahami



istilah akuntansi tetap penting, bahkan semakin dibutuhkan karena investor kini berhadapan dengan informasi dalam jumlah yang lebih besar dan format yang semakin beragam.



BAB 12
ANALISIS DAN VALUASI PERUSAHAAN

12.1 KONSEP DASAR ANALISIS DAN VALUASI PERUSAHAAN

Investasi saham pada dasarnya merupakan keputusan untuk menempatkan modal pada suatu perusahaan dengan harapan memperoleh keuntungan dari pertumbuhan nilai perusahaan maupun pembagian dividen. Namun, keputusan investasi yang hanya didasarkan pada kenaikan harga saham atau popularitas suatu emiten berpotensi menimbulkan kesalahan penilaian. Investor perlu memahami kondisi bisnis yang mendasari saham tersebut, termasuk kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan, prospek pertumbuhan, serta risiko yang dapat memengaruhi keberlangsungan usahanya. Oleh karena itu, analisis dan valuasi perusahaan menjadi bagian penting dalam proses pengambilan keputusan investasi.

Analisis perusahaan merupakan suatu proses sistematis untuk mengevaluasi kondisi, kualitas, dan prospek suatu entitas bisnis. Proses ini tidak hanya memperhatikan kinerja perusahaan pada periode sebelumnya, tetapi juga mempertimbangkan kemampuannya menghadapi perubahan ekonomi, persaingan industri, perkembangan teknologi, serta perubahan perilaku konsumen. Melalui analisis tersebut, investor dapat memperoleh gambaran mengenai kekuatan dan kelemahan perusahaan sekaligus mengidentifikasi faktor-faktor yang berpotensi memengaruhi pertumbuhan bisnis pada masa mendatang.

Sementara itu, valuasi perusahaan merupakan proses memperkirakan nilai ekonomis suatu perusahaan berdasarkan informasi yang tersedia dan asumsi mengenai kondisi masa depan. Valuasi bertujuan untuk mengetahui seberapa besar nilai suatu perusahaan atau saham secara fundamental, sehingga investor dapat membandingkannya dengan harga yang sedang terbentuk di pasar modal. Dengan demikian, valuasi bukan sekadar aktivitas menghitung harga saham, melainkan proses memperkirakan nilai berdasarkan kemampuan perusahaan menghasilkan manfaat ekonomi bagi para penyedia modal.

Dalam praktik investasi, terdapat tiga konsep yang perlu dibedakan, yaitu nilai perusahaan (*enterprise value*), nilai ekuitas (*equity value*), dan harga pasar saham (*market price*). Nilai perusahaan menggambarkan nilai keseluruhan kegiatan operasional perusahaan yang menjadi kepentingan seluruh penyedia modal, baik pemegang saham maupun kreditur. Nilai ekuitas merupakan bagian nilai yang menjadi hak pemegang saham setelah memperhitungkan kewajiban keuangan perusahaan. Adapun harga pasar saham merupakan harga yang terbentuk melalui mekanisme permintaan dan penawaran di bursa.

Perbedaan antara ketiga konsep tersebut dapat menghasilkan interpretasi yang berbeda terhadap suatu perusahaan. Sebuah perusahaan mungkin mempunyai nilai operasional yang tinggi, tetapi nilai ekuitasnya lebih rendah karena memiliki kewajiban keuangan yang besar. Demikian pula, perusahaan dengan fundamental yang baik belum tentu memiliki saham yang menarik apabila harga pasarnya sudah mencerminkan ekspektasi pertumbuhan yang terlalu tinggi.

Konsep lain yang penting dalam valuasi adalah nilai intrinsik (*intrinsic value*). Nilai intrinsik merupakan estimasi nilai wajar suatu aset berdasarkan kemampuan aset tersebut menghasilkan manfaat ekonomi pada masa mendatang. Dalam konteks saham, nilai intrinsik menggambarkan perkiraan nilai suatu saham berdasarkan prospek keuntungan, dividen, arus kas, risiko, dan tingkat pengembalian yang diharapkan investor. Nilai ini dapat berbeda antara satu analis dengan analis lainnya karena setiap penilaian menggunakan asumsi dan metode yang mungkin tidak sama.

Sebagai ilustrasi, apabila seorang investor memperkirakan nilai intrinsik saham suatu perusahaan sebesar Rp2.000 per lembar, sedangkan harga saham yang diperdagangkan di bursa hanya Rp1.500, terdapat selisih sebesar Rp500. Selisih tersebut dapat menunjukkan adanya peluang bahwa saham diperdagangkan di bawah estimasi nilai intrinsiknya. Sebaliknya, apabila harga pasar mencapai Rp2.500, investor perlu mengevaluasi apakah harga tersebut telah mencerminkan ekspektasi pertumbuhan yang terlalu tinggi.

Perlu dipahami bahwa perbedaan antara harga pasar dan nilai intrinsik bukan jaminan bahwa harga saham akan segera bergerak menuju nilai hasil perhitungan. Pasar dapat mempertahankan harga tertentu dalam waktu yang cukup panjang karena perubahan sentimen, ketidakpastian ekonomi, dan ekspektasi investor. Oleh karena itu, hasil valuasi sebaiknya digunakan sebagai alat bantu pengambilan keputusan, bukan sebagai kepastian mengenai pergerakan harga saham.

Secara umum, proses analisis dan valuasi perusahaan dapat dipahami sebagai rangkaian kegiatan yang saling berhubungan. Investor terlebih dahulu mengidentifikasi karakteristik bisnis, mengevaluasi kondisi industri, menganalisis kinerja perusahaan, menyusun proyeksi keuangan, kemudian menerapkan metode valuasi untuk memperoleh estimasi nilai intrinsik.



Gambar 12.1. Tahapan Analisis dan Valuasi Perusahaan

Penelitian Frensidy, Pelealu, dan Robiyanto (2020) menunjukkan pentingnya penggunaan pendekatan valuasi yang sesuai dalam memperkirakan harga saham. Penelitian tersebut memberikan gambaran bahwa pendekatan berbasis arus kas dan informasi akuntansi dapat digunakan secara saling melengkapi dalam proses penilaian ekuitas. Hal ini memperkuat pemahaman bahwa investor sebaiknya tidak hanya mengandalkan satu indikator ketika menilai suatu perusahaan.



Dengan demikian, analisis dan valuasi perusahaan merupakan fondasi bagi investor untuk membangun keputusan investasi yang lebih rasional. Investor tidak hanya berusaha mengetahui berapa harga suatu saham saat ini, tetapi juga memahami alasan ekonomis yang mendasari nilai tersebut dan bagaimana nilai perusahaan berpotensi berkembang pada masa mendatang.

12.2 ANALISIS MODEL BISNIS, INDUSTRI, DAN PROSPEK PERUSAHAAN

Sebelum menghitung nilai suatu perusahaan, investor perlu memahami bagaimana perusahaan tersebut menjalankan kegiatan bisnisnya. Kinerja keuangan yang baik pada suatu periode belum tentu menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang berkelanjutan. Sebaliknya, perusahaan yang saat ini mencatatkan keuntungan relatif kecil mungkin mempunyai peluang pertumbuhan yang besar karena sedang mengembangkan teknologi, memperluas pasar, atau membangun kapasitas produksi. Oleh karena itu, analisis model bisnis dan industri menjadi tahap penting untuk memahami sumber penciptaan nilai perusahaan.

Model bisnis (*business model*) menggambarkan bagaimana perusahaan menciptakan, menyampaikan, dan memperoleh nilai ekonomi dari produk atau jasa yang ditawarkan. Model bisnis menjelaskan hubungan antara kegiatan operasional perusahaan, pelanggan, sumber pendapatan, struktur biaya, serta sumber daya yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan. Investor perlu memahami apakah perusahaan memperoleh pendapatan dari penjualan produk, penyediaan jasa, biaya berlangganan, lisensi, komisi, atau kombinasi dari beberapa sumber tersebut.

Sebagai contoh, perusahaan teknologi yang menggunakan model bisnis berlangganan memiliki karakteristik pendapatan yang berbeda dengan perusahaan manufaktur. Perusahaan berlangganan dapat memperoleh pendapatan berulang dari pelanggan yang menggunakan layanan secara periodik. Sementara itu, perusahaan manufaktur sangat dipengaruhi oleh kapasitas produksi, ketersediaan bahan baku, biaya tenaga kerja, serta permintaan pasar. Perbedaan karakteristik tersebut menyebabkan pendekatan dalam mengevaluasi prospek dan nilai perusahaan tidak selalu dapat disamakan.

Salah satu aspek penting dalam analisis model bisnis adalah kemampuan perusahaan mempertahankan keunggulan kompetitif (*competitive advantage*). Keunggulan kompetitif merupakan kondisi ketika perusahaan mempunyai kemampuan tertentu yang membuatnya lebih unggul dibandingkan pesaing. Keunggulan tersebut dapat berasal dari kekuatan merek, teknologi, jaringan distribusi, efisiensi biaya, hak kekayaan intelektual, skala ekonomi, maupun hubungan jangka panjang dengan pelanggan.

Perusahaan yang mempunyai keunggulan kompetitif cenderung memiliki peluang lebih besar untuk mempertahankan pelanggan dan menjaga tingkat profitabilitasnya. Misalnya, perusahaan yang memiliki merek kuat dapat mempertahankan harga jual yang relatif tinggi karena konsumen mempunyai tingkat kepercayaan terhadap produk tersebut. Sementara itu, perusahaan dengan teknologi produksi yang lebih efisien dapat menawarkan harga yang kompetitif tanpa harus mengorbankan seluruh margin keuntungan.



Namun, keunggulan kompetitif tidak selalu bersifat permanen. Perkembangan teknologi, perubahan preferensi konsumen, dan masuknya pesaing baru dapat mengurangi kekuatan perusahaan. Oleh karena itu, investor perlu mengevaluasi apakah keunggulan yang dimiliki perusahaan dapat dipertahankan dalam jangka panjang atau hanya memberikan keuntungan sementara.

Selain memahami model bisnis, investor perlu melakukan analisis industri. Analisis industri bertujuan mengetahui lingkungan persaingan dan faktor eksternal yang dapat memengaruhi keberhasilan perusahaan. Setiap industri mempunyai karakteristik yang berbeda, baik dari sisi pertumbuhan permintaan, struktur biaya, tingkat persaingan, regulasi, maupun kebutuhan modal. Perusahaan yang bergerak dalam industri perbankan, pertambangan, teknologi, dan barang konsumsi tentu memiliki tantangan bisnis yang berbeda.

Salah satu pendekatan yang dapat digunakan adalah analisis lima kekuatan persaingan Porter (*Porter's Five Forces*). Pendekatan ini mengidentifikasi lima sumber tekanan yang memengaruhi tingkat persaingan dan potensi keuntungan dalam suatu industri. Kelima kekuatan tersebut meliputi persaingan antarperusahaan yang sudah ada, ancaman pendatang baru, ancaman produk pengganti, kekuatan tawar-menawar pemasok, serta kekuatan tawar-menawar pelanggan.

Melalui pendekatan tersebut, investor dapat memahami apakah suatu industri memiliki hambatan masuk yang tinggi, apakah perusahaan mudah kehilangan pelanggan, serta seberapa besar tekanan dari pemasok terhadap biaya produksi. Industri yang memiliki persaingan sangat ketat dapat menghadapi tekanan margin keuntungan, sedangkan industri dengan hambatan masuk tinggi mungkin memberikan perlindungan lebih besar kepada perusahaan yang telah memiliki posisi kuat.

Analisis prospek perusahaan juga perlu memperhatikan potensi pertumbuhan pasar. Pertumbuhan pasar dapat dipengaruhi oleh peningkatan daya beli masyarakat, urbanisasi, perubahan demografi, perkembangan teknologi, dan kebijakan pemerintah. Perusahaan yang mampu memanfaatkan perubahan tersebut mempunyai peluang memperluas pangsa pasar dan meningkatkan pendapatan.

Meskipun demikian, pertumbuhan industri tidak selalu berbanding lurus dengan pertumbuhan setiap perusahaan di dalamnya. Perusahaan yang tidak mampu beradaptasi dapat kehilangan pangsa pasar meskipun industri secara keseluruhan berkembang. Oleh sebab itu, investor perlu membandingkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan peluang industri dengan kemampuan para pesaingnya.

Perkembangan analisis perusahaan modern juga memperlihatkan pentingnya faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola atau *Environmental, Social, and Governance* (ESG). Faktor lingkungan berkaitan dengan dampak aktivitas perusahaan terhadap alam dan penggunaan sumber daya. Faktor sosial mencakup hubungan perusahaan dengan karyawan, konsumen, masyarakat, serta pemasok. Sementara itu, tata kelola berkaitan dengan transparansi, pengawasan manajemen, perlindungan pemegang saham, dan integritas pengambilan keputusan.

Faktor ESG dapat memengaruhi nilai perusahaan melalui berbagai saluran ekonomi. Perusahaan yang mampu mengelola risiko lingkungan dengan baik, misalnya, berpotensi mengurangi biaya akibat kerusakan lingkungan atau perubahan regulasi. Perusahaan yang mempunyai tata kelola kuat juga dapat meningkatkan kepercayaan investor karena risiko penyalahgunaan wewenang dan konflik kepentingan dapat dikendalikan dengan lebih baik.

Huang (2021) membahas keterkaitan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola dengan penilaian perusahaan melalui perspektif valuasi, sinyal, dan pemangku kepentingan. Pembahasan tersebut menunjukkan bahwa penilaian perusahaan modern tidak cukup hanya mempertimbangkan indikator keuangan, tetapi juga perlu memperhatikan faktor nonkeuangan yang dapat memengaruhi keberlanjutan bisnis.



Gambar 12.2. Kerangka Analisis Model Bisnis dan Prospek Perusahaan

Pada perusahaan yang mempunyai beberapa unit bisnis, investor juga perlu memperhatikan kontribusi masing-masing unit terhadap keseluruhan perusahaan. Sebagai contoh, perusahaan konglomerasi dapat memiliki kegiatan usaha di sektor properti, energi, keuangan, dan perdagangan. Setiap unit mempunyai tingkat risiko, kebutuhan modal, dan prospek pertumbuhan yang berbeda. Dierkes dan Schäfer (2021) membahas pentingnya memperhatikan karakteristik unit bisnis dalam proses valuasi perusahaan dengan berbagai segmen usaha.

Dengan memahami model bisnis, kondisi industri, keunggulan kompetitif, dan faktor keberlanjutan, investor dapat membangun penilaian yang lebih menyeluruh mengenai kualitas suatu perusahaan. Analisis ini menjadi dasar untuk menentukan apakah perusahaan mempunyai kemampuan mempertahankan keuntungan dan menciptakan pertumbuhan ekonomi dalam jangka panjang.

12.3 ANALISIS KINERJA KEUANGAN DAN KEMAMPUAN MENCIPTAKAN NILAI

Setelah memahami model bisnis dan lingkungan industri, investor perlu mengevaluasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan serta menggunakan sumber daya yang dimilikinya. Analisis kinerja keuangan digunakan untuk mengetahui apakah strategi bisnis perusahaan benar-benar menghasilkan pertumbuhan ekonomi yang dapat dipertahankan. Dalam konteks valuasi, informasi keuangan tidak hanya digunakan untuk menggambarkan



kondisi masa lalu, tetapi juga menjadi dasar dalam memperkirakan kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas pada masa mendatang.

Analisis pertumbuhan merupakan salah satu aspek yang perlu diperhatikan. Pertumbuhan pendapatan menunjukkan perkembangan aktivitas penjualan perusahaan, sedangkan pertumbuhan laba menggambarkan perubahan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan. Akan tetapi, pertumbuhan pendapatan yang tinggi tidak selalu menunjukkan peningkatan kualitas bisnis. Apabila biaya operasional meningkat lebih cepat dibandingkan pendapatan, perusahaan justru dapat mengalami penurunan margin keuntungan.

Investor perlu memperhatikan hubungan antara pertumbuhan pendapatan dan pertumbuhan laba. Perusahaan yang mampu meningkatkan pendapatan sekaligus mempertahankan atau memperbaiki margin keuntungan biasanya menunjukkan efisiensi operasional yang lebih baik. Sebaliknya, pertumbuhan pendapatan yang tidak disertai peningkatan profitabilitas perlu dianalisis lebih lanjut untuk mengetahui penyebabnya.

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan melalui sumber daya yang digunakan. Salah satu indikator yang dapat digunakan adalah *Return on Assets* (ROA), yaitu rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih dari keseluruhan asetnya.

ROA dapat dihitung menggunakan rumus:

$$ROA = (Laba\ Bersih\ /\ Rata - rata\ Total\ Aset) \times 100\%$$

Semakin tinggi ROA, secara umum semakin efektif perusahaan memanfaatkan aset untuk menghasilkan laba. Namun, interpretasi ROA perlu mempertimbangkan karakteristik industri. Perusahaan perbankan, misalnya, memiliki struktur aset yang berbeda dengan perusahaan manufaktur sehingga perbandingan ROA sebaiknya dilakukan terhadap perusahaan sejenis.

Indikator berikutnya adalah *Return on Equity* (ROE), yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan modal pemegang saham.

$$ROE = (Laba\ Bersih\ /\ Rata - rata\ Ekuitas) \times 100\%$$

ROE yang tinggi dapat menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan bagi pemegang saham. Akan tetapi, investor perlu memperhatikan struktur pendanaan perusahaan. ROE dapat meningkat karena perusahaan menggunakan utang dalam jumlah besar sehingga nilai ekuitas menjadi relatif lebih kecil. Dengan demikian, ROE yang tinggi tidak selalu menunjukkan kualitas perusahaan yang lebih baik apabila peningkatan tersebut terutama disebabkan oleh penggunaan leverage keuangan.

Selain ROA dan ROE, investor dapat menggunakan *Net Profit Margin* untuk mengevaluasi kemampuan perusahaan mempertahankan keuntungan dari pendapatan yang diperoleh.



$$Net\ Profit\ Margin\ =\ (Laba\ Bersih\ /\ Pendapatan)\ \times\ 100\%$$

Rasio ini menunjukkan bagian pendapatan yang tersisa sebagai laba bersih setelah perusahaan memperhitungkan berbagai biaya dan kewajiban. Perusahaan dengan margin keuntungan yang stabil biasanya memiliki kemampuan lebih baik dalam mengelola biaya, meskipun tingkat margin yang dianggap baik berbeda antarindustri.

Analisis efisiensi juga diperlukan untuk mengetahui seberapa efektif perusahaan mengelola modal dan sumber daya operasionalnya. Salah satu indikator yang relevan adalah *Return on Invested Capital* (ROIC). ROIC mengukur tingkat pengembalian yang dihasilkan dari modal yang diinvestasikan dalam kegiatan operasional perusahaan.

$$ROIC\ =\ (NOPAT\ /\ Rata-rata\ Invested\ Capital)\ \times\ 100\%$$

NOPAT merupakan laba operasional setelah pajak atau *Net Operating Profit After Tax*, sedangkan *Invested Capital* menggambarkan modal yang digunakan dalam kegiatan operasional. Dalam penerapannya, perhitungan modal yang diinvestasikan perlu disesuaikan dengan definisi dan klasifikasi keuangan yang digunakan analis.

ROIC mempunyai hubungan erat dengan kemampuan perusahaan menciptakan nilai ekonomi. Apabila ROIC lebih tinggi daripada biaya modal rata-rata tertimbang atau *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), perusahaan secara konseptual menghasilkan pengembalian yang melebihi biaya pendanaan yang digunakan. Sebaliknya, apabila ROIC lebih rendah daripada WACC dalam jangka panjang, perusahaan berpotensi mengalami penghancuran nilai ekonomi meskipun masih mencatatkan laba akuntansi.
Konsep tersebut dapat dijelaskan melalui hubungan berikut:

$$Economic\ Profit\ =\ (ROIC\ -\ WACC)\ \times\ Invested\ Capital$$

Apabila hasilnya positif, perusahaan menghasilkan pengembalian di atas biaya modal. Apabila hasilnya negatif, pengembalian yang dihasilkan belum mampu menutup biaya modal yang digunakan.

Aspek lain yang tidak kalah penting adalah kualitas laba. Laba bersih merupakan salah satu indikator utama kinerja perusahaan, tetapi angka tersebut perlu dievaluasi bersama kemampuan menghasilkan kas. Perusahaan dapat melaporkan peningkatan laba, tetapi apabila arus kas operasinya tidak menunjukkan perkembangan yang sebanding, investor perlu memahami penyebab perbedaan tersebut.

Kualitas laba dapat dipengaruhi oleh kebijakan pengakuan pendapatan, estimasi akuntansi, transaksi tidak berulang, dan perubahan komponen modal kerja. Investor perlu membedakan laba yang berasal dari kegiatan operasional berkelanjutan dengan keuntungan yang hanya terjadi satu kali. Sebagai contoh, keuntungan dari penjualan aset dapat meningkatkan laba pada suatu periode, tetapi tidak selalu mencerminkan peningkatan kemampuan bisnis utama perusahaan.



Perbandingan antara laba bersih dan arus kas operasi dapat memberikan gambaran mengenai kemampuan perusahaan mengubah keuntungan akuntansi menjadi kas. Apabila laba meningkat secara konsisten dan diikuti oleh pertumbuhan arus kas operasi, hal tersebut dapat memberikan indikasi positif mengenai kualitas kinerja. Namun, perbedaan antara kedua indikator tersebut tidak otomatis menunjukkan manipulasi karena dapat dipengaruhi oleh waktu penagihan piutang, pembayaran kepada pemasok, dan kebutuhan modal kerja.

Analisis struktur pendanaan juga menjadi bagian penting dalam menilai kemampuan perusahaan menciptakan nilai. Penggunaan utang dapat membantu perusahaan memperluas kegiatan bisnis tanpa harus sepenuhnya mengandalkan tambahan modal dari pemegang saham. Namun, penggunaan utang yang berlebihan dapat meningkatkan beban bunga dan risiko kesulitan keuangan. Oleh sebab itu, investor perlu mengevaluasi keseimbangan antara manfaat pendanaan dan risiko yang ditimbulkan.

Dengan menggabungkan analisis pertumbuhan, profitabilitas, efisiensi, kualitas laba, dan struktur pendanaan, investor dapat memperoleh gambaran mengenai kemampuan perusahaan menghasilkan nilai ekonomi. Hasil analisis tersebut selanjutnya digunakan untuk menyusun proyeksi kinerja dan memperkirakan nilai intrinsik perusahaan.

12.4 PROYEKSI KINERJA DAN ESTIMASI ARUS KAS PERUSAHAAN

Valuasi perusahaan pada dasarnya berorientasi pada masa depan. Harga saham yang dibayarkan investor saat ini mencerminkan harapan terhadap manfaat ekonomi yang dapat dihasilkan perusahaan pada periode mendatang. Oleh karena itu, penilaian perusahaan tidak cukup hanya mengandalkan data historis. Investor perlu menyusun proyeksi mengenai pendapatan, biaya, laba, investasi, serta arus kas yang berpotensi dihasilkan perusahaan.

Proyeksi keuangan merupakan proses memperkirakan kondisi keuangan perusahaan pada periode mendatang berdasarkan informasi historis, kondisi industri, strategi bisnis, dan asumsi ekonomi. Proyeksi ini bukan ramalan yang memiliki kepastian mutlak, melainkan estimasi yang digunakan untuk membangun skenario mengenai perkembangan perusahaan.

Tahap awal dalam menyusun proyeksi adalah menentukan faktor-faktor yang memengaruhi pendapatan. Pada perusahaan manufaktur, pendapatan dapat dipengaruhi oleh volume produksi, kapasitas pabrik, dan harga jual produk. Pada perusahaan ritel, faktor yang relevan dapat berupa jumlah gerai, jumlah transaksi pelanggan, dan rata-rata nilai pembelian. Sementara itu, perusahaan teknologi berbasis langganan dapat menggunakan jumlah pelanggan aktif, tingkat pembaruan langganan, dan pendapatan rata-rata per pengguna.

Setelah memperkirakan pendapatan, investor perlu mengestimasi biaya yang diperlukan untuk menghasilkan pendapatan tersebut. Biaya dapat dibedakan menjadi biaya yang berubah mengikuti tingkat aktivitas bisnis dan biaya yang relatif tetap dalam jangka pendek. Perubahan harga bahan baku, upah tenaga kerja, biaya energi, dan biaya distribusi dapat memengaruhi margin keuntungan perusahaan. Oleh sebab itu, asumsi biaya perlu disesuaikan dengan karakteristik operasional dan kondisi industri.

Proyeksi juga harus memperhatikan kebutuhan investasi perusahaan. Pertumbuhan bisnis sering kali membutuhkan tambahan aset, mesin, fasilitas produksi, teknologi, dan



infrastruktur. Pengeluaran untuk memperoleh atau meningkatkan aset jangka panjang tersebut dikenal sebagai belanja modal atau *Capital Expenditure* (CapEx). Apabila perusahaan meningkatkan kapasitas produksinya, kebutuhan CapEx dapat meningkat sebelum tambahan pendapatan benar-benar terealisasi.

Selain belanja modal, investor perlu memperhatikan perubahan modal kerja bersih atau *Net Working Capital*. Modal kerja bersih berkaitan dengan kebutuhan dana yang digunakan untuk mendukung kegiatan operasional sehari-hari, seperti persediaan, piutang usaha, dan kewajiban operasional jangka pendek. Pertumbuhan penjualan dapat meningkatkan kebutuhan modal kerja sehingga sebagian kas perusahaan harus dialokasikan untuk mendukung aktivitas tersebut.

Salah satu komponen utama dalam proyeksi valuasi adalah arus kas bebas (*Free Cash Flow*). Arus kas bebas menggambarkan kas yang tersedia setelah perusahaan memenuhi kebutuhan operasional dan investasi yang diperlukan untuk menjalankan bisnis.

Terdapat dua pendekatan arus kas bebas yang umum digunakan dalam valuasi, yaitu *Free Cash Flow to Firm* (FCFF) dan *Free Cash Flow to Equity* (FCFE).

Free Cash Flow to Firm (FCFF) merupakan arus kas bebas yang tersedia bagi seluruh penyedia modal perusahaan, baik pemegang saham maupun kreditur. FCFF dihitung sebelum memperhitungkan pembayaran bunga dan pelunasan pokok utang sebagai arus pendanaan.

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + D\&A - CapEx - \Delta NWC$$

Keterangan:

$EBIT$ = Laba sebelum bunga dan pajak.

T = Tarif pajak efektif yang digunakan dalam estimasi.

$D\&A$ = Depresiasi dan amortisasi.

$CapEx$ = Belanja modal.

ΔNWC = Perubahan modal kerja bersih.

Sebagai contoh, sebuah perusahaan mempunyai EBIT sebesar Rp10 miliar, tarif pajak 22%, depresiasi dan amortisasi sebesar Rp1 miliar, belanja modal Rp2 miliar, serta peningkatan modal kerja bersih sebesar Rp500 juta. Berdasarkan informasi tersebut, FCFF dapat dihitung sebagai berikut:

$$FCFF = Rp10\,miliar \times (1 - 22\%) + Rp1\,miliar - Rp2\,miliar - Rp500\,juta$$
$$FCFF = Rp7{,}8\,miliar + Rp1\,miliar - Rp2\,miliar - Rp500\,juta$$
$$FCFF = Rp6{,}3\,miliar$$

Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan menghasilkan arus kas bebas sebesar Rp6,3 miliar untuk seluruh penyedia modal berdasarkan asumsi dan periode perhitungan tersebut.

Sementara itu, *Free Cash Flow to Equity* (FCFE) merupakan arus kas bebas yang tersedia bagi pemegang saham setelah memperhitungkan kebutuhan investasi dan arus pendanaan utang.



$$FCFE = Net\ Income + D\&A - CapEx - \Delta NWC + Net\ Borrowing$$

Keterangan:
$Net\ Income$ = Laba bersih.
$D\&A$ = Depresiasi dan amortisasi.
$CapEx$ = Belanja modal.
ΔNWC = Perubahan modal kerja bersih.
$Net\ Borrowing$ = Tambahan utang dikurangi pembayaran pokok utang.

Perbedaan utama antara FCFF dan FCFE terletak pada pihak yang menerima arus kas tersebut. FCFF digunakan untuk menilai keseluruhan perusahaan, sedangkan FCFE digunakan untuk menilai bagian nilai yang menjadi hak pemegang saham.

Dalam menyusun proyeksi arus kas, investor juga perlu menentukan periode proyeksi eksplisit. Periode tersebut merupakan rentang waktu ketika pendapatan, biaya, dan arus kas diperkirakan secara lebih terperinci. Setelah periode tersebut berakhir, valuasi biasanya menggunakan estimasi nilai terminal (*terminal value*) untuk mencerminkan nilai arus kas perusahaan pada periode setelah proyeksi eksplisit.

Salah satu pendekatan untuk menghitung nilai terminal adalah model pertumbuhan konstan Gordon. Model ini mengasumsikan bahwa arus kas perusahaan tumbuh secara konstan dalam jangka panjang.

$$TV = FCFF(n+1) \,/\, (WACC - g)$$

Keterangan:
TV = Terminal Value.
$FCFF(n+1)$ = Arus kas bebas tahun berikutnya setelah periode proyeksi.
$WACC$ = Biaya modal rata-rata tertimbang.
g = Tingkat pertumbuhan jangka panjang.

Dalam model tersebut, tingkat pertumbuhan jangka panjang harus lebih rendah daripada WACC agar perhitungan menghasilkan nilai yang bermakna. Asumsi pertumbuhan juga perlu disesuaikan dengan kemampuan ekonomi dan karakteristik industri dalam jangka panjang.

Vayas-Ortega dan rekan-rekan (2020) menjelaskan pentingnya ketepatan asumsi dalam penerapan metode Discounted Cash Flow. Perubahan kecil pada tingkat pertumbuhan atau biaya modal dapat menghasilkan perubahan estimasi nilai perusahaan yang cukup besar. Oleh sebab itu, investor perlu memastikan bahwa asumsi yang digunakan mempunyai dasar yang logis dan konsisten dengan kondisi bisnis.

Dengan demikian, proyeksi kinerja dan estimasi arus kas menjadi tahap penghubung antara analisis fundamental dengan perhitungan nilai intrinsik. Semakin baik kualitas proyeksi



yang digunakan, semakin kuat pula dasar penilaian yang dapat dibangun investor, meskipun ketidakpastian masa depan tetap tidak dapat dihilangkan sepenuhnya.

12.5 METODE VALUASI PERUSAHAAN DAN PENENTUAN NILAI INTRINSIK

Setelah memahami kondisi bisnis, mengevaluasi kinerja perusahaan, dan menyusun proyeksi arus kas, tahap berikutnya adalah menentukan estimasi nilai perusahaan melalui metode valuasi. Setiap metode mempunyai pendekatan, asumsi, dan karakteristik yang berbeda. Pemilihan metode harus mempertimbangkan jenis bisnis, kondisi keuangan, kebijakan pembagian dividen, serta ketersediaan informasi yang relevan.

Salah satu metode yang banyak digunakan adalah *Discounted Cash Flow* (DCF). Metode ini didasarkan pada prinsip bahwa nilai perusahaan saat ini merupakan nilai sekarang dari arus kas yang diperkirakan akan diterima pada masa mendatang. Arus kas masa depan didiskontokan menggunakan tingkat pengembalian yang mencerminkan risiko dan biaya pendanaan perusahaan.

Dalam pendekatan FCFF, nilai perusahaan dihitung dengan mendiskontokan seluruh FCFF yang diproyeksikan menggunakan WACC.

$$EV = \sum \left[\frac{FCFF(t)}{(1 + WACC)^t} \right] + \left[\frac{TV(n)}{(1 + WACC)^n} \right]$$

Hasil perhitungan tersebut menghasilkan estimasi *Enterprise Value*. Untuk memperoleh nilai ekuitas, investor perlu mengurangi nilai perusahaan dengan utang bersih dan melakukan penyesuaian terhadap aset atau kewajiban nonoperasional yang relevan.

$$Equity\ Value = Enterprise\ Value - Net\ Debt$$

Net Debt secara sederhana merupakan total utang berbunga dikurangi kas dan setara kas. Dalam praktiknya, penyesuaian dapat mencakup kepentingan nonpengendali, investasi nonoperasional, dan pos lainnya sesuai karakteristik perusahaan. Setelah nilai ekuitas diperoleh, estimasi nilai intrinsik per saham dapat dihitung dengan membagi nilai ekuitas dengan jumlah saham beredar yang sesuai.

$$Intrinsic\ Value\ per\ Share = Equity\ Value\ /\ Number\ of\ Shares\ Outstanding$$

Sebagai contoh, apabila estimasi nilai ekuitas suatu perusahaan sebesar Rp5 triliun dan jumlah saham beredarnya sebanyak 2 miliar lembar, maka nilai intrinsik per saham diperkirakan sebesar Rp2.500. Hasil tersebut merupakan estimasi berdasarkan asumsi proyeksi dan tingkat diskonto yang digunakan.

Metode berikutnya adalah *Dividend Discount Model* (DDM). Pendekatan ini menilai saham berdasarkan nilai sekarang dari dividen yang diperkirakan akan diterima investor. DDM



lebih sesuai diterapkan pada perusahaan yang mempunyai kebijakan pembagian dividen relatif stabil dan dapat diproyeksikan.

Salah satu bentuk DDM adalah model pertumbuhan Gordon atau *Gordon Growth Model*. Rumus yang digunakan adalah:

$$P0 = D1 / (ke - g)$$

Keterangan:

$P0$ = Nilai intrinsik saham saat ini.

$D1$ = Dividen yang diperkirakan diterima pada periode berikutnya.

ke = Tingkat pengembalian yang disyaratkan pemegang saham.

g = Tingkat pertumbuhan dividen konstan.

Sebagai ilustrasi, suatu perusahaan diperkirakan membagikan dividen sebesar Rp100 per saham pada tahun berikutnya. Investor menetapkan tingkat pengembalian yang disyaratkan sebesar 12%, sedangkan pertumbuhan dividen diperkirakan sebesar 5% per tahun. Berdasarkan model Gordon, nilai intrinsik saham dapat dihitung sebagai berikut:

$$P0 = Rp100 / (0{,}12 - 0{,}05)$$
$$P0 = Rp100 / 0{,}07$$
$$P0 = Rp1.428{,}57$$

Dengan demikian, estimasi nilai intrinsik saham adalah sekitar Rp1.429 per lembar. Perhitungan ini hanya berlaku apabila asumsi pertumbuhan dividen konstan dapat dipertahankan dan tingkat pengembalian yang disyaratkan lebih besar daripada tingkat pertumbuhan dividen.

Selain DCF dan DDM, investor dapat menggunakan *Residual Income Model* (RIM). Model ini memperkirakan nilai ekuitas berdasarkan nilai buku saat ini ditambah nilai sekarang dari laba residual yang dihasilkan perusahaan pada masa mendatang.

Laba residual merupakan laba yang tersisa setelah perusahaan memperhitungkan biaya atas modal ekuitas yang digunakan. Dengan demikian, perusahaan tidak hanya dinilai berdasarkan besarnya laba yang diperoleh, tetapi juga berdasarkan kemampuan menghasilkan laba melebihi tingkat pengembalian yang disyaratkan pemegang saham.
Secara sederhana, rumus RIM dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Equity\ Value = Book\ Value + Present\ Value\ of\ Future\ Residual\ Income$$
$$Residual\ Income = Net\ Income - (Cost\ of\ Equity \times Beginning\ Book\ Value\ of\ Equity)$$

Pendekatan ini relevan untuk perusahaan yang mempunyai informasi nilai buku dan estimasi laba yang dapat digunakan secara memadai. Cziglerné Erb (2020) membahas penggunaan model residual income sebagai alternatif dalam penilaian perusahaan dan proyek investasi. Model ini memberikan perspektif tambahan terutama ketika estimasi arus kas bebas menghadapi keterbatasan tertentu.



Metode lainnya adalah *Relative Valuation* atau valuasi relatif. Berbeda dengan pendekatan DCF yang berfokus pada estimasi arus kas masa depan, valuasi relatif memperkirakan nilai perusahaan dengan membandingkan indikator valuasi terhadap perusahaan lain yang memiliki karakteristik bisnis serupa.

Salah satu rasio yang umum digunakan adalah *Price to Earnings Ratio* (P/E). Rasio ini membandingkan harga saham dengan laba per saham atau *Earnings per Share* (EPS).

$$P/E = Harga\ Saham\ /\ Earnings\ per\ Share$$

P/E menunjukkan berapa kali investor bersedia membayar laba yang dihasilkan perusahaan untuk setiap lembar saham. Rasio P/E yang tinggi dapat mencerminkan ekspektasi pertumbuhan yang besar, tetapi juga dapat menunjukkan bahwa harga saham telah mencerminkan harapan yang terlalu optimistis.

Rasio berikutnya adalah *Price to Book Value* (PBV), yaitu perbandingan antara harga saham dengan nilai buku ekuitas per saham.

$$PBV = Harga\ Saham\ /\ Book\ Value\ per\ Share$$

PBV digunakan untuk mengetahui seberapa besar pasar menghargai nilai buku perusahaan. Rasio ini sering digunakan untuk membandingkan perusahaan dengan karakteristik aset dan struktur modal yang relatif sebanding.

Selain itu, terdapat *Enterprise Value to EBITDA* (EV/EBITDA). Rasio ini membandingkan nilai perusahaan dengan EBITDA, yaitu laba sebelum bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi.

$$EV/EBITDA = Enterprise\ Value\ /\ EBITDA$$

Rasio tersebut dapat digunakan untuk membandingkan valuasi perusahaan dengan struktur pendanaan yang berbeda, meskipun investor tetap perlu memperhatikan kebutuhan belanja modal, struktur utang, dan karakteristik bisnis masing-masing perusahaan.

Dalam menggunakan valuasi relatif, pemilihan perusahaan pembanding menjadi faktor yang sangat penting. Perusahaan yang dibandingkan sebaiknya memiliki karakteristik industri, model bisnis, tingkat pertumbuhan, risiko, dan profitabilitas yang relatif sebanding. Perbandingan terhadap perusahaan yang berbeda karakteristiknya dapat menghasilkan kesimpulan yang menyesatkan.

Shaffer (2024) membahas penggunaan berbagai kelipatan valuasi dalam penilaian perusahaan dan transaksi akuisisi. Pembahasan tersebut menegaskan bahwa tidak semua rasio cocok digunakan untuk setiap jenis perusahaan. Oleh karena itu, investor perlu memilih indikator yang sesuai dengan karakteristik bisnis yang dianalisis.



Metode	Dasar Penilaian	Fokus Utama
DCF	Arus kas masa depan	Kemampuan menghasilkan kas
DDM	Dividen masa depan	Pembagian keuntungan kepada pemegang saham
RIM	Nilai buku dan laba residual	Kemampuan menghasilkan laba di atas biaya ekuitas
Relative Valuation	Rasio perusahaan pembanding	Posisi valuasi terhadap perusahaan sejenis

Setiap metode memiliki kelebihan dan keterbatasan. DCF sangat bergantung pada proyeksi arus kas dan tingkat diskonto. DDM membutuhkan estimasi dividen yang dapat dipertanggungjawabkan. RIM memerlukan estimasi nilai buku dan laba residual yang memadai. Sementara itu, valuasi relatif sangat bergantung pada kualitas perusahaan pembanding.

Oleh karena itu, penggunaan beberapa metode secara bersamaan dapat membantu investor memperoleh gambaran nilai perusahaan dari berbagai sudut pandang. Hasil valuasi yang berbeda tidak selalu berarti terdapat kesalahan dalam perhitungan, melainkan dapat menunjukkan perbedaan asumsi, risiko, dan karakteristik pendekatan yang digunakan.

12.6 INTERPRETASI HASIL VALUASI DAN PENGAMBILAN KEPUTUSAN INVESTASI

Hasil perhitungan valuasi merupakan dasar untuk memahami apakah suatu saham diperdagangkan pada harga yang relatif rendah, wajar, atau tinggi dibandingkan estimasi nilai intrinsiknya. Namun, angka hasil valuasi tidak boleh diperlakukan sebagai kepastian mengenai harga saham pada masa mendatang. Nilai yang diperoleh tetap dipengaruhi oleh asumsi pertumbuhan, tingkat pengembalian yang disyaratkan, biaya modal, serta perubahan kondisi bisnis dan ekonomi.

Salah satu pendekatan sederhana dalam menginterpretasikan hasil valuasi adalah membandingkan nilai intrinsik dengan harga pasar saham. Apabila nilai intrinsik diperkirakan lebih tinggi daripada harga pasar, saham tersebut dapat dikategorikan sebagai saham yang berpotensi *undervalued*. Kondisi ini menunjukkan bahwa harga pasar berada di bawah estimasi nilai yang diperoleh melalui analisis fundamental.

Sebaliknya, apabila harga pasar lebih tinggi daripada estimasi nilai intrinsik, saham dapat dikategorikan sebagai *overvalued*. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa investor di pasar mungkin telah memberikan penilaian yang lebih tinggi dibandingkan estimasi nilai berdasarkan asumsi yang digunakan. Sementara itu, apabila harga pasar mendekati nilai intrinsik, saham dapat dikatakan berada pada kisaran harga yang relatif wajar menurut hasil analisis tersebut.

Untuk memahami perbandingan tersebut, investor dapat menggunakan konsep *Margin of Safety* atau margin keamanan. Margin keamanan merupakan selisih antara nilai intrinsik dengan harga pasar yang digunakan sebagai perlindungan terhadap kesalahan estimasi dan ketidakpastian bisnis.



$$Margin\ of\ Safety\ =\ [(Intrinsic\ Value\ -\ Market\ Price)\ /\ Intrinsic\ Value]\ \times\ 100\%$$

Sebagai ilustrasi, apabila nilai intrinsik suatu saham diperkirakan sebesar Rp2.000 dan harga pasarnya sebesar Rp1.500, maka:

$$Margin\ of\ Safety\ =\ [(Rp2.000\ -\ Rp1.500)\ /\ Rp2.000]\ \times\ 100\%$$
$$Margin\ of\ Safety\ =\ 25\%$$

Artinya, harga pasar saham berada 25% di bawah estimasi nilai intrinsiknya. Margin tersebut memberikan ruang terhadap kemungkinan kesalahan dalam perhitungan atau perubahan asumsi. Namun, margin keamanan yang besar tidak otomatis menunjukkan bahwa suatu saham layak dibeli. Investor tetap perlu memastikan bahwa penurunan harga bukan disebabkan oleh kerusakan fundamental perusahaan yang belum tercermin dalam model valuasi.

Selain margin keamanan, analisis sensitivitas (*sensitivity analysis*) merupakan alat penting untuk mengevaluasi ketahanan hasil valuasi terhadap perubahan asumsi. Dalam metode DCF, perubahan kecil pada WACC atau tingkat pertumbuhan jangka panjang dapat menghasilkan perubahan estimasi nilai perusahaan yang cukup besar. Oleh karena itu, investor perlu menguji beberapa kemungkinan asumsi sebelum mengambil keputusan.

Misalnya, suatu perusahaan diperkirakan mengalami pertumbuhan arus kas sebesar 6% per tahun. Investor dapat menguji bagaimana nilai perusahaan berubah apabila pertumbuhan hanya mencapai 4% atau meningkat menjadi 8%. Pengujian yang sama dapat dilakukan terhadap WACC untuk mengetahui dampak perubahan tingkat risiko dan biaya pendanaan terhadap nilai perusahaan.

Tingkat pertumbuhan	**WACC 9%**	**WACC 10%**	**WACC 11%**
4%	Nilai A	Nilai B	Nilai C
6%	Nilai D	Nilai E	Nilai F
8%	Nilai G	Nilai H	Nilai I

Keterangan: Nilai A sampai I merupakan ruang untuk memasukkan hasil perhitungan DCF berdasarkan kombinasi asumsi pertumbuhan dan WACC. Dalam praktiknya, semakin tinggi WACC dengan asumsi lainnya tetap, semakin rendah nilai sekarang arus kas. Sebaliknya, semakin tinggi tingkat pertumbuhan dengan asumsi lainnya tetap, semakin tinggi estimasi nilai perusahaan.

Selain analisis sensitivitas, investor dapat menggunakan analisis skenario (*scenario analysis*). Analisis ini dilakukan dengan membangun beberapa kemungkinan kondisi bisnis, misalnya skenario optimistis, moderat, dan pesimistis. Skenario optimistis menggambarkan kondisi ketika perusahaan berhasil memperluas pasar, meningkatkan efisiensi, dan memperoleh pertumbuhan pendapatan yang lebih tinggi. Skenario moderat menggambarkan



perkembangan sesuai ekspektasi dasar, sedangkan skenario pesimistis mempertimbangkan kemungkinan penurunan permintaan, peningkatan biaya, atau tekanan persaingan.

Dengan menggunakan beberapa skenario, investor tidak hanya memperoleh satu angka estimasi nilai intrinsik, tetapi juga rentang nilai yang mencerminkan berbagai kemungkinan kondisi perusahaan. Pendekatan ini lebih realistis karena masa depan bisnis tidak dapat diperkirakan secara sempurna.

Dalam praktiknya, keputusan investasi juga perlu mempertimbangkan kualitas manajemen, stabilitas industri, kemampuan perusahaan menghadapi perubahan teknologi, dan risiko eksternal. Perusahaan yang memiliki nilai intrinsik menarik belum tentu menjadi pilihan terbaik apabila menghadapi risiko tata kelola yang serius atau mempunyai ketergantungan berlebihan terhadap satu sumber pendapatan.

Perkembangan teknologi turut memperluas cara investor melakukan analisis perusahaan. Penggunaan *big data*, kecerdasan buatan, dan *machine learning* mulai dimanfaatkan untuk mengolah informasi keuangan maupun nonkeuangan dalam proses analisis fundamental. Nissim (2022) membahas hubungan antara big data, informasi akuntansi, dan valuasi, sedangkan Cao dan You (2024) mengkaji penerapan machine learning dalam analisis fundamental.

Teknologi tersebut dapat membantu investor mengidentifikasi pola, memperkirakan kinerja, dan mengolah informasi dalam jumlah besar. Meskipun demikian, hasil yang dihasilkan oleh model komputasi tetap bergantung pada kualitas data, pemilihan variabel, dan asumsi yang digunakan. Model yang kompleks tidak selalu menghasilkan estimasi yang benar apabila data yang digunakan tidak representatif atau terjadi perubahan kondisi pasar yang tidak tercakup dalam model.

Ketidakpastian dalam valuasi juga menjadi perhatian penting. Bottazzi dan rekan-rekan (2023) membahas ketidakpastian dalam penilaian perusahaan dan pengukuran kemungkinan salah penilaian. Pembahasan tersebut memperlihatkan bahwa nilai perusahaan sebaiknya dipahami sebagai estimasi yang dapat berubah mengikuti informasi baru dan perkembangan kondisi bisnis.

Pada akhirnya, analisis dan valuasi perusahaan bukanlah upaya untuk menemukan satu angka yang selalu benar, melainkan proses membangun estimasi nilai yang rasional berdasarkan informasi dan asumsi yang dapat dipertanggungjawabkan. Investor yang memahami proses ini akan lebih mampu membedakan perusahaan yang memiliki fundamental kuat dengan perusahaan yang hanya memperoleh perhatian pasar dalam jangka pendek.

Keputusan investasi yang baik tidak hanya ditentukan oleh kemampuan menghitung rasio atau menerapkan rumus valuasi, tetapi juga oleh kemampuan mengevaluasi kualitas bisnis, memahami risiko, dan menyadari keterbatasan setiap metode. Dengan demikian, analisis dan valuasi perusahaan menjadi instrumen penting untuk membantu investor mengambil keputusan berdasarkan nilai ekonomi, bukan semata-mata mengikuti perubahan harga saham di pasar.



BAB 13
REKSA DANA DAN PERUSAHAAN INVESTASI LAINNYA

Perkembangan industri pasar modal tidak hanya ditandai oleh meningkatnya aktivitas perdagangan saham dan obligasi, tetapi juga oleh semakin beragamnya lembaga dan produk yang memungkinkan masyarakat berinvestasi secara kolektif. Dalam perkembangannya, investor tidak selalu harus membeli dan mengelola setiap instrumen keuangan secara langsung. Mereka dapat menempatkan dana melalui perusahaan investasi yang memiliki tenaga profesional, sistem pengelolaan portofolio, serta infrastruktur administrasi dan pengawasan.

Reksa dana merupakan salah satu bentuk investasi kolektif yang paling dikenal. Namun, industri perusahaan investasi sebenarnya memiliki cakupan yang lebih luas, meliputi dana yang diperdagangkan di bursa atau *exchange-traded fund (*ETF), dana tertutup (*closed-end fund*), unit *investment trust*, dana indeks, dan berbagai bentuk perusahaan investasi lainnya. Masing-masing memiliki struktur hukum, mekanisme transaksi, kebijakan pengelolaan, dan karakteristik likuiditas yang berbeda.

Dalam beberapa tahun terakhir, industri ini juga mengalami perubahan akibat perkembangan teknologi keuangan, meningkatnya penggunaan investasi pasif, perubahan perilaku investor, dan perhatian terhadap prinsip lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG). Penelitian Joshi dan Dash (2024), misalnya, menunjukkan bahwa ETF menjadi salah satu bidang penting dalam perkembangan investasi pasif. Sementara itu, penelitian Raghunandan dan Rajgopal (2022) mengingatkan bahwa label ESG pada suatu produk investasi tidak selalu menjamin bahwa seluruh keputusan investasinya benar-benar berorientasi pada kepentingan lingkungan dan sosial.

Bab ini membahas ekosistem perusahaan investasi dan produk investasi kolektif dengan penekanan pada mekanisme operasional, struktur produk, pengelolaan, pengawasan, serta perkembangan industrinya. Pembahasan tidak mengulang dasar-dasar investasi, teori pasar efisien, maupun analisis dan valuasi perusahaan yang telah dibahas pada bab sebelumnya.

13.1 SEJARAH DAN PERKEMBANGAN REKSA DANA

Sebelum berkembang menjadi salah satu instrumen investasi yang banyak digunakan masyarakat di berbagai negara, reksa dana memiliki perjalanan sejarah yang panjang. Gagasan utama pembentukan reksa dana berawal dari kebutuhan untuk menghimpun dana dari sejumlah investor dan mengelolanya secara bersama-sama ke dalam berbagai instrumen keuangan. Melalui mekanisme tersebut, masyarakat yang memiliki keterbatasan modal dapat memperoleh kesempatan untuk berpartisipasi dalam investasi yang sebelumnya lebih mudah dijangkau oleh investor bermodal besar.

Perkembangan reksa dana juga menunjukkan perubahan dalam industri keuangan, mulai dari bentuk investasi kolektif sederhana, pembentukan perusahaan pengelola dana

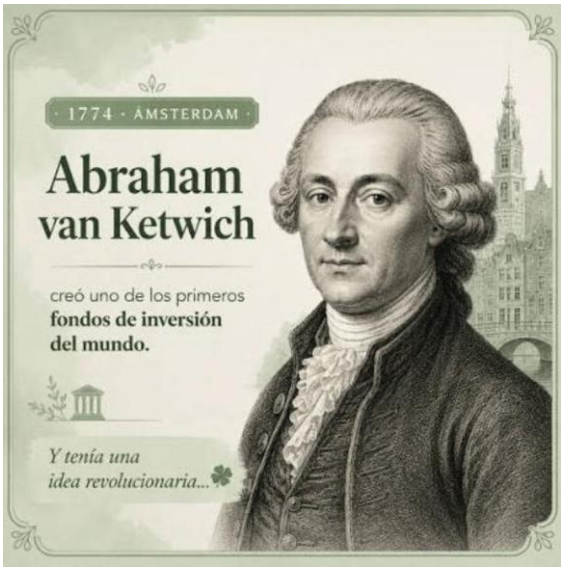
profesional, hingga munculnya berbagai produk investasi modern yang memanfaatkan teknologi digital. Sejarah tersebut penting dipahami karena memberikan gambaran mengenai alasan pembentukan reksa dana, perubahan struktur kelembagaannya, dan faktor-faktor yang mendorong pertumbuhan industri investasi kolektif.

Awal Mula Reksa Dana di Dunia

Sejarah reksa dana modern umumnya ditelusuri hingga abad ke-18 di Belanda. Pada tahun 1774, seorang pedagang sekaligus pialang bernama Abraham van Ketwich memperkenalkan suatu bentuk investasi kolektif yang dikenal dengan nama Eendragt Maakt Magt. Nama tersebut memiliki makna kurang lebih "persatuan menciptakan kekuatan". Produk ini dibentuk dengan mengumpulkan dana dari sejumlah investor untuk ditempatkan pada berbagai surat utang pemerintah dan instrumen pembiayaan lainnya.

Pembentukan investasi kolektif tersebut berkaitan dengan krisis keuangan Eropa pada periode 1772–1773. Pada masa itu, ketidakstabilan ekonomi dan kegagalan sejumlah lembaga keuangan meningkatkan kekhawatiran investor terhadap risiko penempatan dana pada satu jenis aset. Van Ketwich kemudian mengembangkan gagasan bahwa risiko investasi dapat disebarkan melalui kepemilikan berbagai instrumen keuangan secara bersama-sama.

Portofolio Eendragt Maakt Magt mencakup berbagai surat utang yang diterbitkan oleh sejumlah negara Eropa serta pembiayaan perkebunan di wilayah Amerika. Dengan menggabungkan beberapa instrumen tersebut, investor tidak sepenuhnya bergantung pada kondisi keuangan satu penerbit atau satu wilayah tertentu. Konsep penghimpunan dana dan penyebaran investasi inilah yang menjadi salah satu dasar perkembangan reksa dana pada masa berikutnya.



Gambar 13.1 Pialang pionir reksa dana di dunia

Pada tahap awal, bentuk investasi kolektif tersebut lebih dekat dengan dana tertutup (closed-end fund) dibandingkan dengan reksa dana terbuka modern. Jumlah kepemilikan diterbitkan berdasarkan struktur penawaran tertentu dan investor tidak memiliki mekanisme



penjualan kembali unit secara terus-menerus kepada pengelola sebagaimana lazim ditemukan pada reksa dana terbuka saat ini.

Perkembangan berikutnya berlangsung di Inggris. Pada tahun 1868, didirikan Foreign and Colonial Government Trust di London. Lembaga ini sering disebut sebagai salah satu tonggak penting perkembangan perusahaan investasi modern di wilayah Inggris. Tujuannya adalah memberikan kesempatan kepada investor dengan kemampuan dana terbatas untuk memperoleh manfaat dari portofolio investasi yang sebelumnya lebih banyak dinikmati oleh pemodal besar.

Perkembangan Reksa Dana Modern di Amerika Serikat

Perkembangan reksa dana semakin pesat ketika konsep investasi kolektif mulai diterapkan secara lebih terstruktur di Amerika Serikat. Pada awal abad ke-20, industri investasi mengalami perubahan seiring meningkatnya aktivitas pasar modal dan kebutuhan masyarakat terhadap produk pengelolaan dana profesional.

Salah satu tonggak penting terjadi pada tahun 1924 ketika Massachusetts Investors Trust didirikan di Boston. Produk ini dikenal sebagai salah satu reksa dana terbuka modern pertama di Amerika Serikat. Berbeda dengan bentuk dana tertutup yang lebih dahulu berkembang, reksa dana terbuka memberikan mekanisme bagi investor untuk membeli unit dan menjualnya kembali kepada dana berdasarkan ketentuan yang berlaku. Model ini kemudian menjadi dasar penting bagi perkembangan industri reksa dana modern.

Pada periode tersebut, perkembangan pasar modal juga mendorong munculnya kebutuhan terhadap pengelolaan investasi yang lebih profesional, administrasi kepemilikan yang teratur, dan penyediaan informasi kepada investor. Reksa dana mulai dipandang sebagai sarana yang dapat menghubungkan masyarakat dengan pasar keuangan melalui pengelolaan dana secara kolektif.

Namun, perkembangan industri tersebut menghadapi tantangan besar ketika terjadi kejatuhan pasar saham pada tahun 1929 yang diikuti Depresi Besar. Krisis tersebut memperlihatkan pentingnya pengawasan, transparansi, dan perlindungan investor dalam kegiatan penghimpunan serta pengelolaan dana masyarakat. Sebagai respons terhadap kondisi tersebut, Amerika Serikat membentuk kerangka regulasi pasar modal yang lebih kuat. Beberapa ketentuan penting yang menjadi dasar pengaturan industri investasi adalah Securities Act of 1933, Securities Exchange Act of 1934, dan Investment Company Act of 1940. Khusus Investment Company Act of 1940, ketentuan ini memberikan kerangka pengaturan bagi perusahaan investasi terdaftar, termasuk reksa dana.

Regulasi tersebut menjadi salah satu fondasi penting bagi perkembangan industri reksa dana karena memperjelas kewajiban perusahaan investasi, pengelolaan aset, keterbukaan informasi, serta perlindungan terhadap pemegang saham atau unit investasi. Dengan adanya kerangka pengawasan yang lebih jelas, industri reksa dana kemudian berkembang menjadi bagian penting dari sistem keuangan Amerika Serikat dan negara-negara lainnya.

Masuknya Reksa Dana ke Indonesia

Di Indonesia, perkembangan reksa dana berkaitan erat dengan pembentukan lembaga keuangan dan upaya pemerintah mengembangkan pasar modal nasional. Salah satu tonggak

awalnya adalah pendirian PT Danareksa pada tahun 1976. Pembentukan lembaga ini merupakan bagian dari upaya pemerintah memperluas partisipasi masyarakat dalam kegiatan pasar modal.

Pada tahun 1981, Danareksa menerbitkan Sertifikat Dana Danareksa Unit Umum Seri A. Penerbitan tersebut merupakan salah satu tahap awal pengembangan produk penghimpunan dana masyarakat yang dikelola melalui lembaga investasi di Indonesia. Meskipun belum sepenuhnya sama dengan struktur reksa dana modern yang berkembang setelah hadirnya Undang-Undang Pasar Modal, pengalaman tersebut menjadi bagian penting dalam sejarah investasi kolektif nasional.

Perkembangan yang lebih formal terjadi pada tahun 1995 ketika pemerintah menerbitkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Undang-undang ini memberikan landasan hukum yang lebih jelas bagi kegiatan reksa dana di Indonesia. Dalam ketentuan tersebut, reksa dana dapat berbentuk perseroan atau Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Pengaturan ini menjadi dasar bagi perkembangan produk reksa dana dan kegiatan pengelolaannya oleh manajer investasi.

Pada tahun yang sama, PT BDNI Reksadana hadir sebagai salah satu reksa dana berbentuk perseroan yang pertama di Indonesia. Produk tersebut memiliki karakteristik tertutup, sehingga mekanisme transaksi kepemilikannya berbeda dari reksa dana terbuka yang berkembang kemudian. Perubahan penting berikutnya terjadi pada tahun 1996. Bapepam menerbitkan ketentuan pelaksanaan mengenai reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif. Struktur KIK memungkinkan penghimpunan dana masyarakat melalui penerbitan unit penyertaan, dengan manajer investasi sebagai pengelola portofolio dan bank kustodian sebagai pihak yang menjalankan fungsi penitipan serta administrasi aset. Peraturan pelaksanaannya antara lain tercantum dalam Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-22/PM/1996.

Kehadiran bentuk KIK menjadi salah satu pendorong pertumbuhan reksa dana terbuka di Indonesia. Investor memperoleh mekanisme pembelian dan penjualan kembali unit penyertaan berdasarkan ketentuan produk, sementara pengelolaan portofolio dilakukan oleh manajer investasi. Perkembangan tersebut memperluas pilihan investasi kolektif bagi masyarakat.

Perkembangan Reksa Dana Syariah di Indonesia

Perkembangan industri reksa dana di Indonesia juga ditandai oleh munculnya produk yang menggunakan prinsip syariah. Produk ini hadir untuk memberikan alternatif investasi bagi masyarakat yang ingin menempatkan dana pada instrumen keuangan yang memenuhi ketentuan syariah Islam.

Tonggak penting perkembangan reksa dana syariah terjadi pada tanggal 3 Juli 1997 ketika PT Danareksa Investment Management menerbitkan reksa dana syariah pertama di Indonesia. Kehadiran produk tersebut menjadi awal perkembangan investasi kolektif berbasis prinsip syariah di pasar modal nasional.

Selanjutnya, pada tanggal 3 Juli 2000, Bursa Efek Jakarta bersama PT Danareksa Investment Management meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII). Indeks tersebut

menyediakan acuan saham-saham yang memenuhi kriteria syariah dan membantu investor mengenali instrumen yang dapat digunakan dalam kegiatan investasi sesuai prinsip syariah. Pada tahun 2001, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia menerbitkan Fatwa Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah. Fatwa ini menjadi salah satu landasan penting dalam pelaksanaan kegiatan investasi reksa dana syariah di Indonesia.

Perkembangan reksa dana syariah menunjukkan bahwa industri investasi kolektif tidak hanya berorientasi pada pengembangan produk keuangan, tetapi juga menyesuaikan diri dengan kebutuhan dan prinsip yang dianut oleh masyarakat. Pengelolaan produk syariah memerlukan proses penyaringan instrumen, pengawasan kepatuhan syariah, dan mekanisme pengelolaan yang sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Perkembangan Produk dan Inovasi Reksa Dana

Setelah memiliki landasan hukum dan kelembagaan yang lebih kuat, industri reksa dana terus berkembang melalui diversifikasi produk. Perusahaan manajer investasi mulai menawarkan berbagai produk yang disesuaikan dengan kebutuhan investor, karakteristik aset, dan tujuan pengelolaan dana.

Pada tahap perkembangannya, reksa dana tidak lagi terbatas pada produk yang berinvestasi dalam saham atau obligasi. Industri ini juga mengenal produk pasar uang, pendapatan tetap, campuran, indeks, dan berbagai bentuk produk dengan kebijakan investasi khusus. Diversifikasi tersebut memberikan alternatif bagi investor dan memungkinkan perusahaan investasi mengembangkan strategi pengelolaan yang lebih beragam.

Salah satu inovasi penting adalah berkembangnya exchange-traded fund (ETF). Produk ini menggabungkan karakteristik investasi kolektif dengan mekanisme perdagangan di bursa efek. Di Indonesia, pengembangan ETF memperoleh landasan pengaturan melalui ketentuan Bapepam mengenai reksa dana berbentuk KIK yang unit penyertaannya diperdagangkan di bursa efek, antara lain Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor Kep-133/BL/2006.

Perkembangan teknologi kemudian mengubah cara produk reksa dana didistribusikan kepada masyarakat. Jika sebelumnya pembelian produk lebih banyak dilakukan melalui kantor perusahaan manajer investasi atau lembaga keuangan, kini investor dapat mengakses berbagai produk melalui platform digital. Perubahan ini memperluas jangkauan distribusi sekaligus meningkatkan kebutuhan terhadap keamanan data, transparansi informasi, dan perlindungan konsumen.

Reksa Dana pada Era Digital dan Perkembangan Terkini

Memasuki dekade 2020-an, industri reksa dana menghadapi perubahan yang semakin cepat. Pandemi COVID-19 pada tahun 2020 menjadi salah satu peristiwa yang memengaruhi perilaku investor, aktivitas pasar keuangan, dan cara perusahaan investasi memberikan layanan kepada masyarakat. Ketidakpastian ekonomi mendorong perhatian yang lebih besar terhadap pengelolaan risiko, likuiditas, dan kemampuan perusahaan investasi mempertahankan operasionalnya.

Pada periode yang sama, layanan investasi digital semakin berkembang. Platform daring memungkinkan investor memperoleh informasi produk, membaca prospektus,



melakukan transaksi, dan memantau kepemilikan melalui perangkat elektronik. Perkembangan ini membuat proses distribusi produk investasi menjadi lebih praktis, tetapi sekaligus menuntut perusahaan untuk memperkuat infrastruktur teknologi dan keamanan informasi.

Selain digitalisasi, perkembangan investasi pasif dan ETF juga menjadi perhatian industri global. Penelitian Joshi dan Dash (2024) menunjukkan meningkatnya perhatian akademik terhadap ETF sebagai bagian dari perkembangan investasi pasif. Di sisi lain, perhatian terhadap faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola (ESG) turut mendorong munculnya produk investasi yang mengintegrasikan pertimbangan keberlanjutan dalam kebijakan pengelolaan portofolio.

Perkembangan tersebut memperlihatkan bahwa reksa dana terus mengalami penyesuaian mengikuti perubahan teknologi, regulasi, dan kebutuhan investor. Meskipun bentuk produk dan mekanisme distribusinya semakin beragam, prinsip dasar investasi kolektif tetap bertahan, yaitu menghimpun dana dari sejumlah investor untuk dikelola dalam suatu portofolio berdasarkan kebijakan investasi yang telah ditentukan.

Sejarah reksa dana memperlihatkan bahwa investasi kolektif berkembang dari gagasan sederhana untuk menggabungkan dana sejumlah investor menjadi industri keuangan yang memiliki struktur kelembagaan, regulasi, dan produk yang semakin kompleks. Dimulai dari Belanda pada abad ke-18, konsep ini kemudian berkembang di Inggris dan Amerika Serikat sebelum menjadi bagian dari sistem pasar modal di berbagai negara, termasuk Indonesia.

Di Indonesia, perkembangan reksa dana memiliki hubungan erat dengan pembentukan PT Danareksa, penerbitan Undang-Undang Pasar Modal tahun 1995, serta pengembangan reksa dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif pada tahun 1996. Kehadiran reksa dana syariah, ETF, dan layanan investasi digital selanjutnya memperluas pilihan serta akses masyarakat terhadap produk investasi kolektif.

Dengan memahami sejarah tersebut, pembaca dapat melihat bahwa perkembangan reksa dana bukan hanya hasil inovasi produk keuangan, melainkan juga hasil perubahan regulasi, kelembagaan, teknologi, dan kebutuhan masyarakat terhadap pengelolaan dana secara profesional.

13.2 STRUKTUR KELEMBAGAAN DAN EKOSISTEM PERUSAHAAN INVESTASI

Perusahaan investasi merupakan lembaga yang menjalankan kegiatan penghimpunan, pengelolaan, dan administrasi dana investor melalui produk atau portofolio tertentu. Dalam praktiknya, kegiatan perusahaan investasi melibatkan beberapa pihak dengan tanggung jawab yang berbeda. Pemisahan fungsi ini diperlukan agar pengelolaan dana tidak sepenuhnya berada di bawah kendali satu pihak dan agar kepentingan investor memperoleh perlindungan. Manajer investasi merupakan pihak yang bertanggung jawab atas pengelolaan portofolio. Tugasnya mencakup penyusunan kebijakan investasi, pemilihan instrumen keuangan, pengaturan komposisi aset, pemantauan risiko, dan penyesuaian portofolio sesuai tujuan produk yang dikelola. Keputusan tersebut harus mengikuti ketentuan dalam dokumen produk

investasi dan peraturan yang berlaku. Dengan demikian, manajer investasi tidak memiliki kebebasan tanpa batas untuk menggunakan dana investor.

Pihak berikutnya adalah bank kustodian. Dalam struktur reksa dana, bank kustodian menjalankan fungsi penyimpanan dan administrasi aset, pencatatan kepemilikan, penyelesaian transaksi, serta perhitungan dan pelaporan nilai aktiva bersih sesuai ketentuan. Fungsi kustodian penting karena aset portofolio perlu dikelola secara terpisah dari kekayaan perusahaan manajer investasi. Pemisahan tersebut membantu mengurangi risiko penyalahgunaan aset dan konflik kepentingan.

Selain kedua pihak tersebut, terdapat agen penjual efek reksa dana (APERD) yang menjadi perantara distribusi produk kepada masyarakat. Agen penjual dapat berupa bank, perusahaan sekuritas, atau penyedia layanan distribusi yang memenuhi persyaratan. Dalam perkembangan layanan digital, distribusi juga dapat dilakukan melalui platform investasi yang bekerja sama dengan manajer investasi dan pihak terkait. Walaupun saluran distribusi semakin mudah diakses, tanggung jawab pengelolaan portofolio tetap berada pada manajer investasi. Hubungan antarpihak tersebut dapat dipahami melalui alur berikut.



Gambar 13.2. Ekosistem pengelolaan reksa dana

Dalam ekosistem tersebut, regulator juga memiliki peran penting melalui pengaturan, perizinan, pengawasan, dan penegakan ketentuan. Di Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mengawasi kegiatan pasar modal dan pelaku industri jasa keuangan sesuai kewenangannya. Pengawasan ini mencakup kepatuhan perusahaan investasi terhadap ketentuan operasional, keterbukaan informasi, dan perlindungan konsumen. Pemisahan peran antara manajer investasi, bank kustodian, agen penjual, dan regulator menunjukkan bahwa perusahaan investasi bukan sekadar pihak yang mengumpulkan uang masyarakat. Perusahaan tersebut



merupakan bagian dari ekosistem kelembagaan yang harus menjaga tata kelola, akuntabilitas, dan integritas pengelolaan dana.

13.3 MEKANISME OPERASIONAL DAN ADMINISTRASI REKSA DANA

Mekanisme operasional reksa dana melibatkan serangkaian proses sejak investor melakukan pembelian unit penyertaan hingga investor menerima dana ketika melakukan penjualan kembali. Proses ini menjadi bagian penting untuk memahami bagaimana dana yang dihimpun dari masyarakat dikelola dan dicatat dalam sistem administrasi investasi.

Pada tahap awal, investor melakukan pembelian unit penyertaan melalui manajer investasi atau agen penjual yang menyediakan produk tersebut. Dana yang diterima diproses sesuai ketentuan produk dan kemudian dikelola dalam portofolio. Investor memperoleh unit penyertaan sebagai bukti kepemilikan atas bagian dari kekayaan kolektif yang dikelola. Jumlah unit yang diperoleh bergantung pada nilai investasi dan nilai aktiva bersih per unit pada tanggal transaksi yang berlaku.

Nilai aktiva bersih (NAB) merupakan ukuran nilai kekayaan bersih suatu reksa dana setelah dikurangi kewajiban. Secara sederhana, perhitungannya dapat dituliskan sebagai berikut.

$$NAB = Total\ Nilai\ Aset - Total\ Kewajiban$$

Adapun nilai aktiva bersih per unit penyertaan dihitung dengan membagi NAB dengan jumlah unit penyertaan yang beredar.

$$NAB/UP = \frac{NAB}{Jumlah\ Unit\ Penyertaan\ Beredar}$$

Sebagai contoh, suatu reksa dana memiliki total aset sebesar Rp120 miliar dan kewajiban sebesar Rp2 miliar. Dengan demikian, NAB reksa dana tersebut adalah Rp118 miliar. Apabila jumlah unit penyertaan yang beredar sebanyak 100 juta unit, NAB per unit penyertaan adalah Rp1.180.

NAB per unit penyertaan menjadi dasar penting dalam administrasi transaksi reksa dana terbuka. Ketika investor melakukan pembelian, jumlah unit yang diperoleh ditentukan berdasarkan NAB per unit sesuai waktu transaksi dan ketentuan batas waktu penerimaan instruksi. Ketika investor melakukan penjualan kembali, nilai unit yang dijual juga dihitung berdasarkan NAB per unit yang berlaku pada transaksi tersebut. Ketentuan waktu dan penyelesaian transaksi dapat berbeda antarproduk.

Setelah transaksi berlangsung, bank kustodian menjalankan pencatatan dan administrasi yang diperlukan. Data kepemilikan unit penyertaan harus sesuai dengan transaksi yang telah diproses. Di sisi lain, manajer investasi memantau portofolio dan melakukan penyesuaian sesuai kebijakan investasi. Proses ini membutuhkan sistem informasi yang terintegrasi agar data transaksi, kepemilikan, aset, kewajiban, dan nilai portofolio dapat dikelola secara konsisten.



Perlu dipahami bahwa NAB per unit bukanlah harga yang selalu tetap. Nilainya dapat berubah mengikuti perubahan nilai pasar aset dalam portofolio, pendapatan yang diterima, biaya yang dibebankan, serta kewajiban lainnya. Oleh sebab itu, investor perlu memahami bahwa nilai unit penyertaan yang diterima ketika menjual kembali dapat berbeda dari nilai ketika pertama kali membeli.

13.4 STRUKTUR HUKUM DAN KLASIFIKASI PRODUK REKSA DANA

Produk reksa dana memiliki struktur hukum dan kebijakan investasi yang berbeda. Perbedaan tersebut menentukan bagaimana dana dihimpun, siapa yang bertanggung jawab atas pengelolaan, bagaimana unit kepemilikan diterbitkan, serta bagaimana investor dapat keluar dari produk investasi.

Dalam konteks Indonesia, reksa dana dapat berbentuk perseroan atau Kontrak Investasi Kolektif (KIK). Reksa dana berbentuk perseroan merupakan badan hukum yang menjalankan kegiatan penghimpunan dana masyarakat untuk diinvestasikan dalam portofolio efek atau aset sesuai ketentuan. Sementara itu, reksa dana berbentuk KIK dibentuk melalui kontrak antara manajer investasi dan bank kustodian. Dalam struktur KIK, manajer investasi bertindak sebagai pengelola portofolio, sedangkan bank kustodian menjalankan fungsi penyimpanan dan administrasi aset.

Dari sisi kebijakan investasi, produk reksa dana juga dapat dikelompokkan berdasarkan komposisi aset dan tujuan pengelolaannya. Reksa dana pasar uang, misalnya, menempatkan dana pada instrumen pasar uang dan efek bersifat utang dengan jangka waktu atau sisa jatuh tempo sesuai ketentuan yang berlaku. Reksa dana pendapatan tetap memiliki fokus pada efek bersifat utang, sedangkan reksa dana saham menempatkan sebagian besar portofolionya pada efek bersifat ekuitas sesuai batasan regulasi. Reksa dana campuran menggabungkan beberapa kelas aset dalam satu portofolio.

Selain kelompok tersebut, terdapat reksa dana indeks yang dirancang untuk mengikuti kinerja indeks acuan tertentu. Pengelolaan produk ini berorientasi pada pencapaian hasil yang mendekati kinerja indeks, bukan pada upaya memilih aset secara aktif untuk mengungguli indeks. Terdapat pula produk yang memiliki kebijakan khusus, seperti reksa dana berbasis syariah, yang menerapkan prinsip dan mekanisme penyaringan sesuai ketentuan pasar modal syariah.

Perbedaan klasifikasi ini bukan sekadar perbedaan nama produk. Setiap jenis reksa dana memiliki batasan komposisi aset, kebijakan pengelolaan, karakteristik likuiditas, dan kebutuhan pengawasan yang berbeda. Oleh karena itu, dokumen informasi produk dan prospektus menjadi sumber utama untuk memahami karakteristik suatu reksa dana.

Pengelolaan Aktif, Pengelolaan Pasif, dan Perkembangan ETF

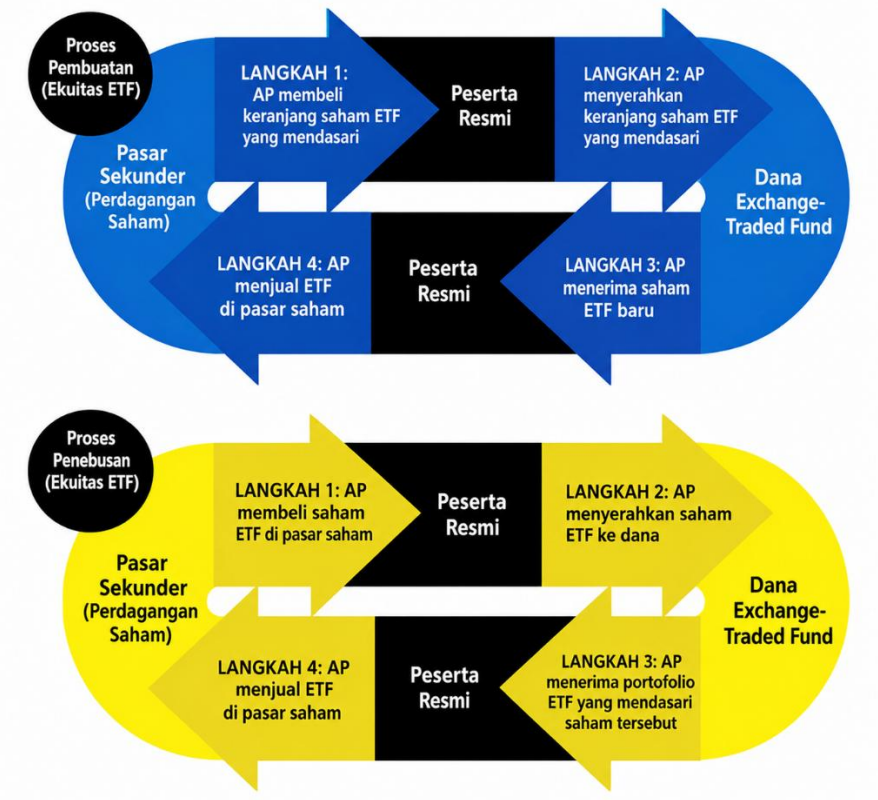
Dalam industri perusahaan investasi, terdapat dua pendekatan utama dalam mengelola portofolio, yaitu pengelolaan aktif dan pengelolaan pasif. Perbedaan keduanya terutama terletak pada tujuan pengelolaan dan cara manajer investasi mengambil keputusan terhadap aset yang dimiliki.

Pengelolaan aktif dilakukan dengan memilih dan menyesuaikan aset secara berkala berdasarkan kebijakan serta penilaian manajer investasi. Tujuannya dapat berupa pencapaian kinerja yang lebih tinggi daripada tolok ukur tertentu atau pengelolaan portofolio sesuai sasaran produk. Pendekatan ini memerlukan kegiatan riset, pemantauan, dan pengambilan keputusan yang berkelanjutan. Konsekuensinya, biaya pengelolaan dapat lebih tinggi karena melibatkan aktivitas analisis dan transaksi yang lebih intensif.

Sebaliknya, pengelolaan pasif bertujuan mengikuti kinerja indeks atau tolok ukur tertentu. Manajer investasi tidak berupaya secara aktif memilih aset untuk mengungguli indeks, tetapi menyusun portofolio agar karakteristiknya mendekati komposisi indeks acuan. Pendekatan ini umumnya membutuhkan aktivitas pengelolaan yang lebih sederhana, walaupun tetap memerlukan pemantauan dan penyesuaian portofolio.

Salah satu produk yang berkembang dalam pengelolaan pasif adalah exchange-traded fund (ETF). ETF merupakan dana investasi yang unitnya diperdagangkan di bursa seperti efek lainnya. Produk ini menggabungkan karakteristik investasi kolektif dengan mekanisme perdagangan di pasar sekunder. Investor dapat membeli dan menjual unit ETF selama jam perdagangan bursa melalui perusahaan sekuritas.

Salah satu karakteristik penting ETF adalah mekanisme penciptaan dan penebusan unit dalam jumlah besar oleh pihak yang berwenang, umumnya disebut authorized participants. Mekanisme ini membantu menjaga hubungan antara harga ETF di pasar sekunder dan nilai aset bersihnya. Namun, harga ETF tetap dapat diperdagangkan dengan premi atau diskon terhadap nilai aktiva bersih, bergantung pada kondisi pasar, likuiditas, dan proses arbitrase.



Gambar 13.3. Mekanisme Pembelian Saham



Penelitian Joshi dan Dash (2024) memperlihatkan bahwa ETF telah menjadi tema penting dalam perkembangan penelitian investasi pasif. Sementara itu, Khomyn, Putniņš, dan Zoican (2024) menekankan pentingnya likuiditas ETF dalam menentukan nilai dan daya tarik produk tersebut. Temuan ini menunjukkan bahwa pemahaman terhadap ETF tidak cukup hanya dengan mengetahui bahwa produk dapat diperdagangkan di bursa. Investor juga perlu memahami struktur pasar, mekanisme penciptaan dan penebusan unit, serta hubungan harga pasar dengan nilai aset bersih.

Dengan demikian, ETF menjadi contoh bagaimana perusahaan investasi mengembangkan bentuk produk yang menggabungkan pengelolaan portofolio kolektif dan fleksibilitas perdagangan di bursa. Meskipun demikian, tidak semua ETF mengikuti indeks secara pasif; terdapat pula ETF yang dikelola secara aktif.

Bentuk Perusahaan Investasi dan Produk Investasi Kolektif Lainnya

Selain reksa dana terbuka dan ETF, industri investasi mengenal beberapa bentuk perusahaan investasi lain yang mempunyai struktur kepemilikan, mekanisme transaksi, dan kebijakan pengelolaan berbeda. Pemahaman terhadap bentuk-bentuk ini penting karena istilah perusahaan investasi tidak selalu merujuk pada satu jenis produk atau satu mekanisme penghimpunan dana.

Salah satu bentuk yang dikenal di pasar keuangan internasional adalah closed-end fund atau dana tertutup. Produk ini menghimpun dana melalui penerbitan sejumlah unit atau saham pada tahap penawaran tertentu. Setelah diterbitkan, unit atau saham tersebut dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Berbeda dari reksa dana terbuka yang umumnya menyediakan mekanisme pembelian dan penjualan kembali unit kepada pengelola berdasarkan ketentuan produk, dana tertutup tidak selalu menyediakan fasilitas penjualan kembali secara langsung kepada perusahaan pengelola.

Karena unit dana tertutup diperdagangkan di pasar, harga transaksinya ditentukan oleh permintaan dan penawaran. Akibatnya, harga pasar dapat lebih tinggi daripada nilai aset bersih per unit atau disebut premium, maupun lebih rendah atau disebut discount. Kondisi ini membuat harga pasar dan nilai portofolio yang mendasarinya tidak selalu bergerak secara identik.

Bentuk lainnya adalah *unit investment trust* (UIT), yang dikenal terutama dalam sistem pasar modal Amerika Serikat. UIT umumnya dibentuk dengan portofolio yang relatif tetap untuk periode tertentu. Berbeda dari dana yang dikelola secara aktif, UIT memiliki ruang penyesuaian portofolio yang lebih terbatas sesuai ketentuan pembentukannya. Produk ini dapat memberikan gambaran mengenai bentuk investasi kolektif yang mengandalkan portofolio terstruktur dan jangka waktu tertentu.

Selain itu, terdapat *real estate investment trust* (REIT), yaitu kendaraan investasi yang menghimpun dana untuk memiliki, mengelola, atau membiayai aset properti yang menghasilkan pendapatan. Aset yang dikelola dapat berupa gedung perkantoran, pusat perbelanjaan, apartemen, hotel, fasilitas logistik, dan properti komersial lainnya. Melalui REIT, investor dapat memperoleh eksposur terhadap sektor properti tanpa harus membeli dan mengelola bangunan secara langsung.



Dalam konteks Indonesia, terdapat instrumen yang memiliki fungsi serupa, yaitu *Dana Investasi Real Estat* (DIRE). DIRE merupakan wadah yang digunakan untuk menghimpun dana pemodal guna diinvestasikan pada aset real estat, aset yang berkaitan dengan real estat, dan/atau kas dan setara kas sesuai ketentuan. DIRE memiliki karakteristik dan ketentuan tersendiri sehingga tidak tepat apabila seluruh karakteristik REIT di negara lain langsung disamakan dengan DIRE di Indonesia.

Bentuk lain yang berkembang di pasar internasional adalah *business development company* (BDC). BDC menyediakan pembiayaan kepada perusahaan, terutama perusahaan menengah atau perusahaan yang membutuhkan sumber pendanaan di luar pasar kredit konvensional. Dalam struktur tertentu, BDC dapat memberikan akses kepada investor terhadap pembiayaan perusahaan yang tidak selalu tersedia melalui instrumen pasar saham biasa.

Tabel 13.1. Perbedaan berbagai bentuk perusahaan investasi tersebut dapat diringkas sebagai berikut.

Bentuk produk	Karakteristik utama	Mekanisme akses investor
Reksa dana terbuka	Unit penyertaan diterbitkan dan dibeli kembali berdasarkan ketentuan produk	Pembelian dan penjualan kembali melalui pengelola atau agen penjual
ETF	Dana investasi yang unitnya diperdagangkan di bursa	Transaksi di pasar sekunder melalui perusahaan sekuritas
Closed-end fund	Jumlah unit atau saham relatif tetap setelah penerbitan	Diperdagangkan di pasar sekunder
Unit investment trust	Portofolio relatif tetap dan memiliki periode tertentu	Mengikuti ketentuan penerbitan dan penebusan produk
REIT/DIRE	Berfokus pada aset real estat atau kegiatan terkait real estat	Bergantung pada bentuk dan mekanisme produk di masing-masing negara
BDC	Menyediakan pembiayaan kepada perusahaan	Bergantung pada struktur penerbitan dan ketentuan pasar

Perbandingan tersebut memperlihatkan bahwa perusahaan investasi dapat menawarkan akses terhadap berbagai kelas aset dan kegiatan ekonomi. Namun, struktur hukum dan mekanisme produk harus dipahami berdasarkan yurisdiksi tempat produk diterbitkan. Istilah yang sama belum tentu memiliki perlakuan hukum dan ketentuan operasional yang identik di setiap negara.

13.5 TATA KELOLA, PENGAWASAN, DAN PERLINDUNGAN ASET INVESTOR

Pengelolaan dana masyarakat menuntut perusahaan investasi untuk menerapkan tata kelola yang kuat. Tata kelola tidak hanya berhubungan dengan kepatuhan terhadap peraturan, tetapi juga mencakup pembagian tanggung jawab, pengendalian internal, pengelolaan konflik kepentingan, dan penyampaian informasi yang dapat dipertanggungjawabkan.



Salah satu persoalan penting dalam pengelolaan perusahaan investasi adalah konflik kepentingan. Konflik dapat muncul ketika kepentingan perusahaan, manajer investasi, pihak terafiliasi, dan investor tidak sepenuhnya sejalan. Sebagai contoh, manajer investasi dapat menghadapi situasi ketika transaksi dengan pihak terafiliasi berpotensi memberikan keuntungan kepada kelompok usaha tertentu, tetapi belum tentu memberikan hasil terbaik bagi reksa dana yang dikelola.

Untuk mengurangi risiko tersebut, perusahaan investasi memerlukan kebijakan transaksi yang jelas, pengawasan independen, dokumentasi keputusan investasi, dan prosedur penanganan konflik kepentingan. Setiap keputusan yang berkaitan dengan penggunaan aset investor harus mengikuti mandat produk dan memperhatikan kepentingan pemegang unit penyertaan.

Perlindungan aset juga menjadi aspek penting. Aset portofolio reksa dana perlu dicatat dan disimpan sesuai ketentuan melalui bank kustodian. Pemisahan aset investor dari aset perusahaan pengelola membantu mengurangi risiko apabila perusahaan manajer investasi mengalami masalah keuangan. Namun, pemisahan aset bukan berarti nilai investasi dijamin atau terbebas dari risiko perubahan harga pasar.

Selain perlindungan aset, perusahaan investasi perlu menerapkan pengendalian risiko operasional. Risiko ini dapat timbul akibat kesalahan pencatatan transaksi, kegagalan sistem informasi, gangguan layanan, kesalahan perhitungan NAB, maupun penyalahgunaan akses terhadap data. Oleh karena itu, perusahaan membutuhkan prosedur verifikasi, pembatasan hak akses, pencadangan data, rekonsiliasi, serta pengujian sistem secara berkala.

Dalam lingkungan digital, risiko keamanan informasi menjadi semakin penting. Layanan pembelian dan penjualan unit melalui aplikasi dapat mempermudah akses investor, tetapi juga memperbesar ketergantungan pada sistem teknologi. Gangguan jaringan, serangan siber, kebocoran data pribadi, dan penipuan yang mengatasnamakan perusahaan investasi merupakan risiko yang harus dikelola.

Pengawasan regulator melengkapi mekanisme tata kelola internal. Di Indonesia, pengawasan OJK terhadap perusahaan dan produk investasi bertujuan menjaga keteraturan kegiatan pasar modal, meningkatkan transparansi, serta melindungi masyarakat. Meskipun demikian, keberadaan izin dan pengawasan regulator tidak boleh dipahami sebagai jaminan bahwa suatu produk pasti menghasilkan keuntungan atau tidak mungkin mengalami kerugian. Dengan demikian, tata kelola perusahaan investasi harus dipahami sebagai sistem perlindungan yang mencakup pengelolaan aset, pengendalian operasional, pengawasan independen, kepatuhan regulasi, dan tanggung jawab terhadap investor.

Biaya Pengelolaan dan Pengukuran Kinerja Perusahaan Investasi

Biaya merupakan bagian penting dalam operasional perusahaan investasi karena kegiatan pengelolaan portofolio, administrasi, penyimpanan aset, distribusi, dan pelaporan membutuhkan sumber daya. Biaya tersebut dapat dibebankan secara langsung kepada investor atau diperhitungkan sebagai bagian dari biaya yang mengurangi nilai aset produk.

Pada reksa dana, biaya pengelolaan merupakan imbal jasa yang diterima manajer investasi atas kegiatan pengelolaan portofolio. Selain itu, terdapat biaya kustodian yang



berkaitan dengan penyimpanan dan administrasi aset. Produk tertentu juga dapat mengenakan biaya pembelian, biaya penjualan kembali, biaya pengalihan unit penyertaan, atau biaya lain sesuai prospektus dan ketentuan yang berlaku.

Dalam praktik internasional, terdapat pula performance fee, yaitu imbal jasa yang dikaitkan dengan pencapaian kinerja tertentu. Skema ini dimaksudkan untuk menghubungkan kompensasi pengelola dengan hasil pengelolaan. Akan tetapi, keberadaan biaya berbasis kinerja tidak otomatis menunjukkan bahwa produk tersebut akan memberikan hasil lebih baik. Servaes dan Sigurdsson (2022) mengkaji biaya dan manfaat skema tersebut serta menunjukkan bahwa biaya berbasis kinerja perlu dinilai secara hati-hati, termasuk dengan memperhatikan biaya total dan hasil setelah penyesuaian risiko.

Untuk memahami pengaruh biaya, perhatikan ilustrasi berikut. Dua produk investasi mempunyai nilai awal yang sama, tetapi biaya tahunan yang dibebankan berbeda. Apabila keduanya menghasilkan tingkat pengembalian kotor yang sama, produk dengan biaya lebih rendah akan memberikan hasil bersih yang relatif lebih tinggi.

Tabel 13.2. Ilustrasi pengaruh biaya terhadap hasil bersih

Komponen	Produk A	Produk B
Imbal hasil kotor	8%	8%
Biaya tahunan	0,5%	1,5%
Imbal hasil bersih sederhana	7,5%	6,5%

Ilustrasi sederhana dengan asumsi biaya dikurangkan langsung dari imbal hasil dan belum memperhitungkan pajak, perubahan biaya, serta efek penggandaan. Perbedaan biaya yang tampak kecil dapat menghasilkan selisih nilai investasi yang berarti ketika berlangsung dalam jangka panjang. Karena itu, investor perlu memperhatikan bukan hanya biaya yang tercantum secara terpisah, tetapi juga keseluruhan biaya yang memengaruhi nilai aset bersih produk.

Pengukuran kinerja perusahaan investasi juga tidak cukup dilakukan dengan membandingkan imbal hasil nominal. Pengukuran harus memperhatikan tujuan produk, jenis aset, periode pengamatan, tingkat risiko, dan tolok ukur yang relevan. Reksa dana yang berfokus pada obligasi, misalnya, sebaiknya dibandingkan dengan tolok ukur yang sesuai dengan karakteristik pasar obligasi, bukan dengan indeks saham.

Dalam mengevaluasi kinerja, terdapat perbedaan antara hasil sebelum dan sesudah biaya. Hasil sebelum biaya dapat menggambarkan kemampuan pengelola dalam mengelola portofolio, sedangkan hasil setelah biaya menunjukkan nilai yang lebih dekat dengan pengalaman ekonomi investor. Pengukuran juga perlu memperhatikan konsistensi kinerja dalam beberapa periode, bukan hanya hasil pada satu tahun tertentu.

Penelitian Elton dan Gruber (2020) menekankan pentingnya metode pengukuran kinerja yang sesuai dengan karakteristik reksa dana jangka panjang. Sementara itu, penelitian Cooper, Halling, dan Yang (2021) menunjukkan bahwa perbedaan tingkat biaya antar-reksa dana dapat bertahan dari waktu ke waktu. Kedua temuan tersebut memperlihatkan bahwa

penilaian perusahaan investasi perlu menggabungkan aspek hasil pengelolaan dan efisiensi biaya.

Dengan demikian, biaya dan kinerja merupakan dua aspek yang saling berkaitan. Produk dengan hasil kotor tinggi belum tentu memberikan hasil bersih yang paling baik apabila biaya pengelolaannya juga tinggi. Sebaliknya, biaya rendah saja tidak cukup untuk menyatakan bahwa suatu produk mempunyai kualitas pengelolaan yang lebih baik.

Transformasi Industri Perusahaan Investasi: Digitalisasi, ESG, dan Tantangan Masa Depan

Perusahaan investasi mengalami transformasi seiring dengan perkembangan teknologi dan perubahan kebutuhan masyarakat. Jika sebelumnya distribusi produk investasi banyak bergantung pada kantor cabang bank atau perusahaan sekuritas, kini masyarakat dapat mengakses informasi, melakukan transaksi, dan memantau portofolio melalui aplikasi digital. Perubahan ini memperluas jangkauan distribusi dan memungkinkan investor memperoleh informasi produk dengan lebih cepat.

Digitalisasi juga mengubah cara perusahaan investasi menjalankan kegiatan operasional. Sistem informasi digunakan untuk mencatat transaksi, memproses data investor, memantau portofolio, dan menyampaikan laporan. Integrasi sistem dengan penyedia layanan pembayaran, kustodian, dan platform distribusi dapat mempercepat proses administrasi. Namun, transformasi tersebut juga menuntut perusahaan untuk memperkuat keamanan data, ketahanan sistem, dan pengendalian risiko teknologi.

Perkembangan lain adalah meningkatnya perhatian terhadap investasi berkelanjutan. Produk investasi berbasis ESG berupaya memasukkan faktor lingkungan, sosial, dan tata kelola dalam proses pemilihan serta pengelolaan aset. Faktor lingkungan dapat mencakup pengelolaan emisi dan penggunaan sumber daya, sedangkan faktor sosial dapat mencakup ketenagakerjaan dan hubungan dengan masyarakat. Aspek tata kelola berhubungan dengan transparansi, akuntabilitas, struktur pengawasan, dan etika perusahaan.

Meskipun demikian, penerapan ESG dalam produk investasi menghadapi tantangan berupa perbedaan metode penilaian, keterbatasan data, serta ketidaksamaan standar pelaporan. Raghunandan dan Rajgopal (2022) menunjukkan bahwa label ESG tidak selalu menjamin bahwa dana yang menggunakan label tersebut benar-benar melakukan investasi yang lebih ramah terhadap pemangku kepentingan. Oleh karena itu, investor perlu melihat kebijakan investasi, komposisi portofolio, metode penyaringan, dan laporan keberlanjutan produk.

Tantangan lain adalah risiko *greenwashing*, yaitu kondisi ketika perusahaan atau produk menyampaikan klaim keberlanjutan yang tidak didukung oleh praktik atau bukti yang memadai. Dalam industri reksa dana, risiko tersebut dapat muncul ketika suatu produk menggunakan istilah berkelanjutan atau ESG dalam materi pemasarannya, tetapi kebijakan pengelolaan asetnya tidak mencerminkan klaim tersebut secara konsisten.

Penelitian Petridis dan rekan-rekan (2023) juga menunjukkan bahwa kontroversi ESG dapat berkaitan dengan efisiensi kinerja reksa dana dalam periode pandemi COVID-19. Temuan tersebut memberikan gambaran bahwa faktor keberlanjutan mulai menjadi bagian dari kajian mengenai pengelolaan perusahaan investasi. Namun, hubungan yang ditemukan



dalam suatu sampel dan periode penelitian tidak dapat langsung dianggap berlaku untuk semua produk dan kondisi pasar.

Selain ESG, industri perusahaan investasi menghadapi tantangan persaingan biaya, perubahan preferensi investor, perkembangan ETF, serta tuntutan transparansi. Perusahaan perlu mengembangkan produk yang sesuai dengan kebutuhan masyarakat tanpa mengabaikan prinsip pengelolaan yang bertanggung jawab. Sementara itu, regulator perlu menyesuaikan kebijakan dengan perkembangan teknologi dan model bisnis baru agar inovasi tetap berjalan dalam kerangka perlindungan investor.

Pada masa mendatang, perusahaan investasi kemungkinan akan semakin mengandalkan analitik data, otomatisasi proses, dan layanan digital untuk meningkatkan efisiensi. Penggunaan teknologi tersebut dapat membantu perusahaan mengelola informasi dalam skala besar, tetapi tidak menggantikan kebutuhan terhadap tata kelola, pengawasan manusia, dan pertanggungjawaban profesional. Keberhasilan transformasi industri tidak hanya ditentukan oleh kecanggihan teknologi, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan menjaga kepercayaan investor.

Reksa dana dan perusahaan investasi lainnya merupakan bagian penting dari perkembangan industri pasar modal karena menyediakan mekanisme pengelolaan dana secara kolektif melalui berbagai bentuk produk. Industri ini tidak hanya terdiri atas reksa dana terbuka, tetapi juga mencakup ETF, dana tertutup, unit investment trust, REIT, DIRE, dan bentuk perusahaan investasi lainnya.

Pemahaman terhadap industri tersebut perlu mencakup struktur kelembagaan, mekanisme operasional, klasifikasi produk, pengelolaan portofolio, tata kelola, serta biaya yang dibebankan kepada investor. Perbedaan struktur dan mekanisme setiap produk menunjukkan bahwa perusahaan investasi memiliki karakteristik yang tidak dapat disamakan satu sama lain.

Perkembangan digitalisasi dan investasi berkelanjutan juga membawa perubahan terhadap cara perusahaan investasi beroperasi dan berinteraksi dengan investor. Di satu sisi, teknologi memperluas akses dan meningkatkan efisiensi layanan. Di sisi lain, perusahaan harus menghadapi tantangan keamanan informasi, transparansi, likuiditas, dan risiko klaim keberlanjutan yang tidak didukung praktik sebenarnya. Dengan demikian, perusahaan investasi tidak hanya berperan sebagai pengelola dana, tetapi juga sebagai institusi yang bertanggung jawab menjaga integritas pengelolaan aset, kualitas layanan, dan kepercayaan masyarakat terhadap industri pasar modal.



BAB 14
MEMINIMALKAN BIAYA TRANSAKSI DAN PAJAK

14.1 MEMAHAMI BIAYA TRANSAKSI DALAM INVESTASI SAHAM

Dalam kegiatan investasi saham, keuntungan seorang investor tidak hanya ditentukan oleh kemampuan memilih perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan baik atau memperkirakan arah pergerakan harga saham. Investor juga perlu memperhatikan berbagai biaya yang muncul selama proses investasi. Biaya transaksi sering kali dianggap sebagai pengeluaran tambahan yang nilainya relatif kecil. Namun, apabila terjadi secara berulang dan dalam jangka waktu panjang, biaya tersebut dapat mengurangi akumulasi kekayaan serta menurunkan tingkat keuntungan yang sebenarnya diterima investor.

Biaya transaksi merupakan seluruh pengeluaran yang timbul ketika investor melakukan pembelian maupun penjualan saham. BIAYA tersebut dapat berasal dari komisi perusahaan sekuritas, biaya yang berkaitan dengan penyelenggaraan perdagangan di bursa, biaya kliring dan penyelesaian transaksi, serta perbedaan antara harga beli dan harga jual saham. Dalam praktiknya, besarnya biaya transaksi dapat berbeda antara satu perusahaan sekuritas dengan perusahaan sekuritas lainnya. Oleh karena itu, investor perlu memahami struktur biaya yang dikenakan sebelum memilih perusahaan sekuritas dan mulai melakukan perdagangan.

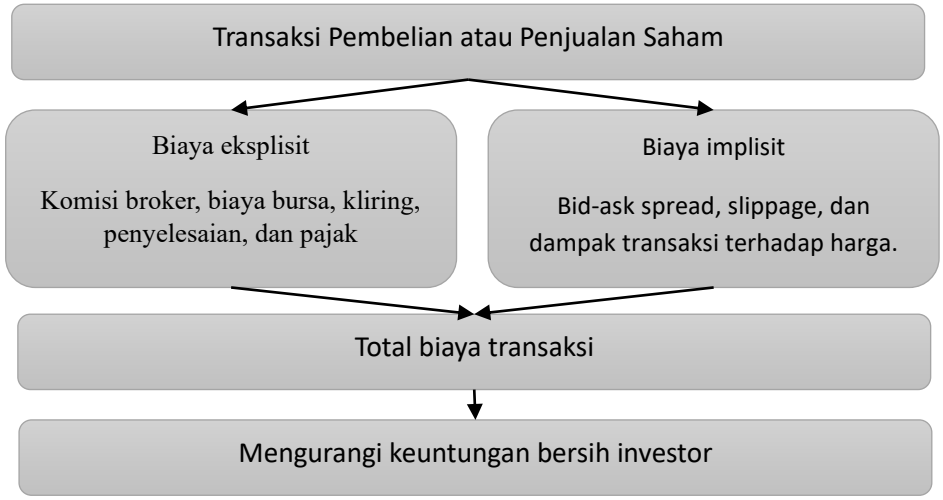
Salah satu komponen biaya yang perlu diperhatikan adalah komisi broker. Komisi merupakan imbalan yang dibayarkan kepada perusahaan sekuritas atas fasilitas dan layanan yang digunakan untuk melakukan transaksi saham. Komisi umumnya dihitung berdasarkan persentase dari nilai transaksi, meskipun struktur dan besarannya dapat berbeda sesuai kebijakan masing-masing perusahaan sekuritas. Biaya yang terlihat kecil pada setiap transaksi dapat menjadi cukup besar apabila investor melakukan pembelian dan penjualan secara berulang.

Selain komisi broker, terdapat biaya implisit yang tidak selalu terlihat secara langsung, yaitu *bid-ask spread*. Bid-ask spread merupakan selisih antara harga penawaran beli (*bid price*) dan harga penawaran jual (*ask price*). Harga bid menunjukkan harga yang bersedia dibayarkan oleh calon pembeli, sedangkan harga ask menunjukkan harga yang diminta oleh calon penjual. Sebagai contoh, apabila suatu saham memiliki harga bid sebesar Rp1.000 dan harga ask sebesar Rp1.010, terdapat selisih Rp10 per saham. Investor yang langsung membeli pada harga ask dan kemudian menjual pada harga bid akan menghadapi kerugian akibat spread, bahkan ketika harga pasar secara umum tidak mengalami perubahan.

Besarnya spread umumnya berkaitan dengan likuiditas saham. Saham yang aktif diperdagangkan dan memiliki banyak pembeli serta penjual cenderung mempunyai spread yang lebih kecil dibandingkan saham yang jarang diperdagangkan. Namun, spread juga dapat dipengaruhi oleh volatilitas harga, ketidakpastian informasi, ukuran transaksi, dan kondisi pasar. Oleh sebab itu, investor perlu mempertimbangkan likuiditas sebelum memilih saham, khususnya apabila berencana melakukan transaksi dalam jumlah besar atau membutuhkan kemudahan untuk menjual saham dalam waktu singkat.

Hasbrouck (2009) menjelaskan pentingnya pengukuran biaya perdagangan efektif dalam menganalisis aktivitas pasar saham. Biaya perdagangan tidak cukup dipahami hanya dari komisi yang dibayarkan investor, tetapi juga perlu mempertimbangkan perbedaan antara harga transaksi dan harga acuan pasar. Dengan demikian, biaya yang benar-benar ditanggung investor dapat mencakup biaya eksplisit dan biaya implisit. Pemahaman ini penting karena investor yang hanya membandingkan tarif komisi broker mungkin belum memperoleh gambaran lengkap mengenai keseluruhan biaya transaksi.

Secara umum, biaya dalam transaksi saham dapat dikelompokkan menjadi biaya eksplisit dan biaya implisit. Biaya eksplisit meliputi komisi broker, biaya transaksi bursa, biaya kliring, biaya penyelesaian, dan pajak yang berkaitan dengan transaksi. Sementara itu, biaya implisit dapat berupa bid-ask spread, selisih harga akibat pelaksanaan pesanan atau *slippage*, serta dampak transaksi terhadap harga saham. Seluruh komponen tersebut pada akhirnya dapat mengurangi keuntungan bersih yang diperoleh investor.



Gambar 14.1. Komponen Biaya dalam Transaksi Saham

14.2 FREKUENSI PERDAGANGAN DAN PENGARUHNYA TERHADAP KEUNTUNGAN INVESTASI

Salah satu kesalahan yang sering dilakukan investor adalah menganggap bahwa semakin sering melakukan transaksi, semakin besar pula peluang memperoleh keuntungan. Pandangan tersebut tidak selalu benar karena setiap transaksi dapat menimbulkan biaya tambahan. Ketika investor terlalu sering membeli dan menjual saham, akumulasi biaya transaksi dapat mengurangi hasil investasi, terutama apabila keuntungan dari setiap transaksi relatif kecil.

Penelitian Barber dan Odean (2000) yang diterbitkan dalam *The Journal of Finance* menjadi salah satu penelitian penting mengenai hubungan antara frekuensi perdagangan dan kinerja investasi individu. Penelitian tersebut menganalisis aktivitas perdagangan 66.465 rumah tangga investor individu yang menggunakan rekening pialang diskon di Amerika Serikat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa investor dalam sampel tersebut melakukan perdagangan saham dengan tingkat perputaran portofolio yang cukup tinggi. Rata-rata tingkat perputaran portofolio tahunan mencapai sekitar 75 persen. Artinya, dalam satu tahun, nilai saham yang



diperdagangkan oleh investor relatif besar dibandingkan dengan nilai portofolio yang dimilikinya.

Barber dan Odean juga membandingkan kinerja investor berdasarkan tingkat aktivitas perdagangan. Hasilnya menunjukkan bahwa kelompok investor dengan tingkat perputaran portofolio rendah memperoleh hasil sebelum biaya transaksi yang relatif mendekati kinerja pasar. Sebaliknya, kelompok yang paling aktif melakukan perdagangan menghadapi pengurangan hasil yang lebih besar akibat biaya transaksi. Penelitian tersebut memperlihatkan bahwa aktivitas perdagangan yang tinggi tidak secara otomatis menghasilkan keuntungan yang lebih besar. Bahkan, biaya perdagangan dapat menggerus sebagian besar hasil yang sebelumnya diperoleh dari aktivitas investasi.

Pada penelitian tersebut, biaya transaksi mencakup komisi dan biaya implisit yang berkaitan dengan selisih harga beli dan jual. Angka biaya yang ditemukan dalam penelitian mencerminkan kondisi pasar dan struktur biaya pada periode penelitian, bukan tarif yang berlaku saat ini. Perkembangan teknologi perdagangan dan persaingan antarperusahaan sekuritas telah mengubah struktur biaya transaksi. Meskipun demikian, pesan utama penelitian Barber dan Odean tetap relevan, yaitu bahwa semakin sering investor melakukan perdagangan tanpa pertimbangan yang memadai, semakin besar potensi biaya yang harus ditanggung.

Aktivitas perdagangan yang berlebihan juga dapat dipengaruhi oleh perilaku psikologis investor, khususnya *overconfidence* atau rasa percaya diri yang berlebihan. Investor yang terlalu yakin terhadap kemampuannya memprediksi pergerakan harga saham mungkin terdorong untuk melakukan transaksi setiap kali melihat perubahan harga atau menerima informasi baru. Padahal, tidak semua perubahan harga menunjukkan adanya peluang investasi yang menguntungkan. Beberapa perubahan hanya mencerminkan fluktuasi jangka pendek yang sulit diprediksi secara konsisten.

Selain biaya langsung, perdagangan yang terlalu sering dapat meningkatkan risiko kesalahan pengambilan keputusan. Investor mungkin menjual saham yang sebenarnya masih memiliki prospek jangka panjang hanya karena mengalami penurunan harga sementara. Sebaliknya, investor dapat membeli saham yang sedang meningkat tanpa melakukan analisis fundamental yang memadai. Jika keputusan tersebut terus berulang, investor bukan hanya menghadapi biaya transaksi yang semakin besar, tetapi juga berisiko kehilangan peluang pertumbuhan investasi dalam jangka panjang.

Keim dan Madhavan (1997) menjelaskan bahwa biaya transaksi dapat dipengaruhi oleh karakteristik perdagangan dan gaya investasi. Ukuran transaksi, likuiditas saham, serta cara pelaksanaan pesanan dapat berhubungan dengan biaya yang harus ditanggung investor. Hal ini menunjukkan bahwa efisiensi transaksi bukan hanya ditentukan oleh pemilihan broker dengan tarif rendah, tetapi juga oleh cara investor mengelola aktivitas perdagangannya. Investor perlu mempertimbangkan apakah transaksi benar-benar diperlukan dan apakah manfaat yang diharapkan sebanding dengan biaya serta risiko yang ditimbulkan.

Selain biaya perdagangan pada tingkat investor individu, biaya pengelolaan investasi juga perlu diperhatikan. Malkiel (2013), dalam pembahasannya mengenai pertumbuhan industri pengelolaan aset, menyoroti pentingnya memperhatikan biaya dan pengeluaran yang dibebankan kepada investor. Pengelolaan dana memang membutuhkan sumber daya untuk analisis, administrasi, penelitian, dan kegiatan operasional lainnya. Namun, investor perlu

menilai apakah besarnya biaya yang dibebankan sebanding dengan layanan dan hasil pengelolaan yang diperoleh. Biaya pengelolaan yang tinggi dapat mengurangi keuntungan bersih, terutama apabila kinerja investasi tidak mampu mengimbangi tambahan biaya tersebut.

Prinsip pengendalian biaya juga berlaku ketika investor memilih reksa dana atau produk investasi yang dikelola secara profesional. Investor sebaiknya tidak hanya membandingkan kinerja historis produk investasi, tetapi juga memperhatikan biaya pengelolaan, biaya pembelian atau penjualan, dan pengeluaran lain yang dapat mengurangi nilai investasi. Produk investasi dengan kinerja sebelum biaya yang tinggi belum tentu memberikan hasil bersih terbaik apabila biaya yang dikenakan juga besar.

Salah satu pendekatan untuk mengendalikan biaya adalah menerapkan strategi investasi yang sesuai dengan tujuan dan jangka waktu investasi. Investor jangka panjang dapat melakukan evaluasi portofolio secara berkala tanpa harus mengubah kepemilikan saham setiap kali terjadi fluktuasi harga harian. Perubahan portofolio sebaiknya dilakukan apabila terdapat perubahan mendasar pada kondisi perusahaan, valuasi saham, profil risiko investor, atau tujuan keuangan. Dengan cara tersebut, investor dapat mengurangi transaksi yang tidak diperlukan sekaligus mempertahankan konsistensi strategi investasi.

14.3 MEMAHAMI PAJAK DAN DASAR PEROLEHAN DALAM INVESTASI SAHAM

Selain biaya transaksi, pajak merupakan faktor penting yang perlu diperhitungkan dalam kegiatan investasi. Pajak dapat memengaruhi jumlah keuntungan bersih yang diterima investor, sehingga hasil investasi sebaiknya tidak hanya dinilai berdasarkan keuntungan sebelum pajak (*pre-tax return*), tetapi juga berdasarkan keuntungan setelah pajak (*after-tax return*). Pemahaman mengenai pajak membantu investor memperkirakan hasil investasi secara lebih realistis dan menghindari kesalahan dalam menghitung keuntungan.

Salah satu konsep penting dalam perpajakan investasi adalah dasar perolehan atau *cost basis*. Dasar perolehan merupakan nilai yang digunakan sebagai acuan untuk menentukan keuntungan atau kerugian ketika suatu aset dijual. Dalam konsep umum investasi, dasar perolehan saham berkaitan dengan harga pembelian dan biaya perolehan yang relevan. Pencatatan dasar perolehan menjadi penting karena investor perlu mengetahui berapa besar perubahan nilai investasi sejak saham tersebut dibeli.

Sebagai ilustrasi, seorang investor membeli saham dengan nilai perolehan Rp500.000 dan kemudian menjualnya seharga Rp750.000. Berdasarkan perhitungan sederhana, investor memperoleh keuntungan sebesar Rp250.000 sebelum memperhitungkan biaya penjualan dan pajak. Sebaliknya, apabila saham tersebut dijual seharga Rp400.000, investor mengalami kerugian sebesar Rp100.000 berdasarkan perbandingan antara nilai penjualan dan dasar perolehan. Perhitungan tersebut merupakan gambaran ekonomi mengenai keuntungan dan kerugian investasi. Perlakuan pajaknya tetap harus mengikuti peraturan perpajakan yang berlaku di negara tempat investor dikenai pajak.

Dalam sistem perpajakan Amerika Serikat, konsep dasar perolehan digunakan untuk menghitung keuntungan dan kerugian modal atau *capital gains and capital losses*. Internal Revenue Service (IRS) membedakan keuntungan modal jangka pendek dan jangka panjang berdasarkan periode kepemilikan aset. Secara umum, keuntungan dari aset yang dimiliki selama satu tahun atau kurang dikategorikan sebagai keuntungan jangka pendek, sedangkan

keuntungan dari aset yang dimiliki lebih dari satu tahun dikategorikan sebagai keuntungan jangka panjang. Keduanya dapat memperoleh perlakuan pajak yang berbeda berdasarkan ketentuan perpajakan Amerika Serikat.

Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa periode kepemilikan atau *holding period* dapat menjadi salah satu faktor dalam perencanaan pajak investasi. Namun, aturan periode kepemilikan dan tarif keuntungan modal di Amerika Serikat tidak dapat langsung diterapkan kepada investor Indonesia. Investor Indonesia harus menggunakan ketentuan perpajakan nasional yang berlaku. Oleh karena itu, konsep *cost basis* dan *holding period* dapat dipelajari sebagai landasan pemahaman investasi internasional, tetapi perhitungan kewajiban pajak harus disesuaikan dengan peraturan Indonesia.

Dalam konteks Indonesia, transaksi penjualan saham di bursa efek memiliki ketentuan Pajak Penghasilan yang bersifat final. Berdasarkan ketentuan yang berlaku, penghasilan dari transaksi penjualan saham di bursa efek dikenakan PPh final sebesar 0,1 persen dari jumlah bruto nilai transaksi penjualan saham. Pajak tersebut dihitung berdasarkan nilai bruto penjualan, bukan semata-mata berdasarkan keuntungan dari selisih harga jual dan harga beli. Dengan demikian, investor tetap perlu memperhitungkan pajak transaksi ketika menjual saham, termasuk ketika hasil penjualannya tidak menghasilkan keuntungan ekonomi.

Sebagai contoh, seorang investor menjual saham dengan nilai transaksi sebesar Rp10.000.000. Dengan asumsi tarif PPh final sebesar 0,1 persen, pajak atas transaksi penjualan tersebut adalah Rp10.000. Perhitungan ini hanya menggambarkan PPh final atas penjualan saham dan belum memperhitungkan komisi broker maupun biaya transaksi lainnya. Apabila investor melakukan beberapa transaksi penjualan, pajak dihitung berdasarkan nilai bruto masing-masing transaksi sesuai mekanisme pemungutan yang berlaku.

Penting untuk dipahami bahwa pajak atas transaksi penjualan saham di bursa tidak sama dengan pajak atas seluruh jenis penghasilan investasi. Dividen, misalnya, memiliki ketentuan perpajakan tersendiri. Perlakuan pajaknya dapat bergantung pada status penerima, sumber dividen, dan persyaratan yang ditentukan dalam peraturan perpajakan. Oleh karena itu, investor tidak sebaiknya menganggap bahwa seluruh keuntungan dari investasi saham dikenakan tarif pajak yang sama.

Investor juga perlu memahami perbedaan antara keuntungan dan kerugian yang telah direalisasikan (*realized gains and losses*) dengan keuntungan dan kerugian yang belum direalisasikan (*unrealized gains and losses*). Keuntungan atau kerugian yang belum direalisasikan terjadi ketika harga pasar saham berubah, tetapi investor belum menjual saham tersebut. Sebaliknya, keuntungan atau kerugian yang telah direalisasikan terjadi ketika transaksi penjualan dilakukan. Perbedaan ini penting dalam pencatatan portofolio dan analisis perpajakan karena tidak semua perubahan nilai pasar secara otomatis menimbulkan kewajiban pajak yang sama.

Dalam sistem perpajakan Amerika Serikat, keuntungan dan kerugian modal yang telah direalisasikan memiliki peran penting dalam penghitungan pajak. Namun, perlakuan terhadap kerugian modal, termasuk kemungkinan mengompensasikannya dengan keuntungan modal atau jenis penghasilan lain, mengikuti ketentuan IRS. Batas pengurangan kerugian modal dan aturan pembawaan kerugian ke tahun berikutnya juga merupakan ketentuan khusus Amerika Serikat. Investor Indonesia tidak dapat menggunakan ketentuan tersebut sebagai dasar untuk mengurangi pajak penghasilan tanpa memperhatikan peraturan nasional yang berlaku.



Dengan demikian, pencatatan harga pembelian, biaya perolehan, harga penjualan, dividen, dan dokumen transaksi merupakan bagian penting dalam administrasi investasi. Catatan tersebut membantu investor menghitung kinerja portofolio sekaligus menyediakan informasi yang diperlukan untuk memenuhi kewajiban perpajakan.

14.4 STRATEGI MENGELOLA KEUNTUNGAN, KERUGIAN, DIVIDEN, DAN REKSA DANA

Pengelolaan pajak dalam investasi tidak hanya berkaitan dengan perhitungan pajak ketika saham dijual, tetapi juga mencakup cara investor mengambil keputusan terhadap aset yang mengalami kenaikan atau penurunan nilai. Salah satu konsep yang dikenal dalam literatur investasi adalah *tax-loss harvesting*, yaitu strategi merealisasikan kerugian pada aset tertentu untuk tujuan pengelolaan pajak. Dalam sistem perpajakan yang mengizinkan kompensasi kerugian modal, kerugian yang telah direalisasikan dapat digunakan untuk mengimbangi keuntungan modal sesuai batasan dan persyaratan yang berlaku.

Sebagai ilustrasi, seorang investor memiliki dua saham. Saham pertama dibeli seharga Rp500.000 dan saat ini bernilai Rp400.000, sehingga mengalami kerugian belum direalisasikan sebesar Rp100.000. Saham kedua dibeli seharga Rp500.000 dan saat ini bernilai Rp600.000, sehingga menghasilkan keuntungan belum direalisasikan sebesar Rp100.000. Apabila investor menjual saham pertama, kerugian sebesar Rp100.000 menjadi kerugian yang telah direalisasikan. Namun, apakah kerugian tersebut dapat digunakan untuk mengurangi pajak atas keuntungan lain bergantung pada ketentuan perpajakan yang berlaku.

Strategi merealisasikan kerugian tidak boleh dilakukan hanya untuk memperoleh manfaat pajak. Investor tetap perlu menilai prospek perusahaan, kondisi fundamental, valuasi, dan alasan awal membeli saham tersebut. Apabila saham mengalami penurunan karena kondisi bisnis yang memburuk secara permanen, mempertahankannya hanya dengan harapan harga akan kembali ke harga pembelian dapat menjadi keputusan yang kurang rasional. Sebaliknya, apabila penurunan harga hanya disebabkan oleh kondisi pasar sementara dan prospek jangka panjang perusahaan masih baik, investor perlu mempertimbangkan apakah penjualan benar-benar sesuai dengan tujuan investasinya.

Prinsip penting dalam pengambilan keputusan adalah bahwa harga pembelian di masa lalu tidak selalu menjadi alasan yang tepat untuk mempertahankan atau menjual saham. Nilai investasi saat ini perlu dinilai berdasarkan informasi dan prospek yang tersedia pada saat keputusan dibuat. Seorang investor yang memiliki saham senilai Rp10.000.000 setelah mengalami penurunan harga pada dasarnya memiliki aset dengan nilai pasar Rp10.000.000. Investor lain yang baru membeli saham tersebut pada harga yang sama memiliki posisi nilai pasar yang setara, meskipun riwayat harga pembeliannya berbeda. Oleh karena itu, keputusan untuk mempertahankan saham sebaiknya didasarkan pada prospek dan risiko ke depan, bukan semata-mata pada keinginan untuk kembali ke harga pembelian awal.

Dalam sistem perpajakan Amerika Serikat, terdapat aturan yang dikenal sebagai *wash sale rule*. Aturan ini membatasi pengakuan kerugian pajak apabila investor menjual saham dalam keadaan rugi dan membeli kembali saham yang sama atau sekuritas yang secara substansial identik dalam jangka waktu tertentu di sekitar tanggal penjualan. Salah satu tujuan aturan tersebut adalah mencegah investor merealisasikan kerugian hanya untuk memperoleh manfaat pajak, sementara secara ekonomi tetap mempertahankan posisi investasi yang sama.



Aturan ini merupakan ketentuan IRS dan tidak boleh dianggap sebagai aturan yang otomatis berlaku di Indonesia.

Dalam konteks Indonesia, investor perlu mengutamakan ketentuan perpajakan nasional ketika mempertimbangkan penjualan saham yang merugi atau pembelian kembali saham. Strategi yang digunakan di Amerika Serikat dapat menjadi bahan perbandingan akademik, tetapi tidak boleh diterapkan sebagai cara untuk memperoleh pengurangan pajak di Indonesia tanpa dasar hukum yang jelas. Prinsip yang tetap relevan adalah melakukan evaluasi investasi secara objektif dan tidak mempertahankan aset yang buruk hanya karena enggan mengakui kerugian.

Di sisi lain, investor juga perlu mengelola saham yang mengalami kenaikan harga. Sebagian investor merasa harus segera menjual saham yang telah menghasilkan keuntungan karena khawatir harga akan turun dan keuntungan tersebut hilang. Namun, keputusan menjual saham sebaiknya tidak hanya didasarkan pada rasa takut kehilangan keuntungan. Investor perlu membandingkan harga pasar saat ini dengan nilai wajar perusahaan, prospek pertumbuhan, risiko, serta tujuan investasi. Apabila saham masih memiliki prospek yang baik dan valuasinya masih masuk akal, mempertahankan saham dapat menjadi pilihan yang rasional. Sebaliknya, apabila harga telah jauh melampaui nilai wajar atau fundamental perusahaan mengalami perubahan negatif, penjualan dapat dipertimbangkan.

Pertimbangan tersebut juga berkaitan dengan pajak atas keuntungan modal. Dalam beberapa sistem perpajakan, penjualan aset dapat menimbulkan kewajiban pajak atas keuntungan yang direalisasikan. Oleh karena itu, waktu penjualan dapat memengaruhi jumlah pajak yang dibayarkan. Namun, menunda penjualan hanya demi menunda pajak tidak selalu menjadi keputusan terbaik. Apabila risiko investasi meningkat atau terdapat alternatif investasi yang lebih menarik, investor perlu membandingkan manfaat mempertahankan aset dengan biaya dan risiko yang timbul.

Selain keuntungan modal, dividen juga merupakan bagian penting dari hasil investasi saham. Dividen tunai merupakan pembagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk uang. Berbeda dengan keuntungan yang berasal dari kenaikan harga saham, dividen tunai diterima berdasarkan keputusan perusahaan untuk membagikan sebagian laba atau sumber dana lain yang diperbolehkan sesuai ketentuan. Karena waktu pembagian dividen ditentukan oleh perusahaan, investor tidak sepenuhnya dapat mengendalikan kapan penghasilan tersebut diterima.

Dalam beberapa sistem perpajakan, dividen tunai memiliki perlakuan pajak yang berbeda dari penghasilan biasa atau keuntungan modal. Namun, perlakuan pajak dividen sangat bergantung pada negara, status investor, sumber dividen, dan persyaratan tertentu. Oleh karena itu, investor Indonesia perlu memperhatikan ketentuan perpajakan domestik yang berlaku terhadap dividen, termasuk persyaratan yang dapat memengaruhi pengecualian atau pengenaan pajak.

Dividen saham (*stock dividend*) juga perlu dibedakan dari dividen tunai. Dividen saham merupakan pembagian tambahan saham kepada pemegang saham berdasarkan kepemilikannya. Sebagai contoh, perusahaan dapat memberikan tambahan saham dalam proporsi tertentu kepada investor yang memenuhi ketentuan. Penerimaan dividen saham tidak sama dengan penerimaan uang tunai karena investor memperoleh tambahan unit kepemilikan. Perlakuan akuntansi dan perpajakannya dapat berbeda bergantung pada bentuk



aksi korporasi dan peraturan yang berlaku. Oleh sebab itu, investor perlu memeriksa informasi resmi perusahaan dan ketentuan perpajakan sebelum menyimpulkan bahwa suatu pembagian saham selalu bebas pajak.

Reksa dana juga memiliki aspek perpajakan yang perlu dipahami investor. Reksa dana menghimpun dana dari banyak investor untuk dikelola dalam suatu portofolio yang terdiri atas saham, obligasi, instrumen pasar uang, atau aset lainnya. Ketika aset dalam portofolio reksa dana menghasilkan pendapatan atau mengalami keuntungan dari penjualan, terdapat konsekuensi biaya dan perpajakan yang dapat memengaruhi nilai investasi. Investor perlu memahami bahwa hasil yang diterima dari reksa dana tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja aset yang dimiliki, tetapi juga oleh biaya pengelolaan dan ketentuan perpajakan yang relevan.

Reksa dana yang dikelola secara aktif (*actively managed funds*) umumnya melakukan pembelian dan penjualan aset berdasarkan keputusan manajer investasi. Aktivitas tersebut dapat menghasilkan biaya transaksi dan keuntungan atau kerugian dari penjualan aset dalam portofolio. Sementara itu, reksa dana indeks atau reksa dana pasif berusaha mengikuti kinerja indeks acuan sehingga aktivitas pengelolaan portofolionya cenderung berbeda. Perbedaan strategi ini dapat memengaruhi frekuensi transaksi dan tingkat biaya pengelolaan. Namun, tidak berarti semua reksa dana aktif selalu lebih mahal atau semua reksa dana pasif selalu lebih efisien. Investor perlu membandingkan prospektus, biaya pengelolaan, kebijakan investasi, dan kinerja setelah biaya dari setiap produk.

Dengan demikian, pengelolaan keuntungan, kerugian, dividen, dan reksa dana perlu dilakukan secara menyeluruh. Investor tidak cukup hanya mencari cara mengurangi pajak, tetapi juga harus memastikan bahwa setiap keputusan tetap mendukung tujuan keuangan dan kualitas portofolio. Efisiensi pajak sebaiknya menjadi bagian dari strategi investasi yang rasional, bukan satu-satunya alasan untuk membeli atau menjual aset.

14.5 MENGHITUNG KEUNTUNGAN BERSIH DAN MENGELOLA BIAYA INVESTASI

Kemampuan menghitung keuntungan bersih merupakan bagian penting dalam mengelola investasi saham. Investor perlu memahami bahwa hasil investasi yang sebenarnya diterima merupakan hasil setelah memperhitungkan seluruh biaya dan pajak yang relevan. Tanpa perhitungan tersebut, investor dapat keliru menilai keberhasilan strategi investasi karena hanya melihat perubahan harga saham tanpa memperhitungkan pengeluaran yang menyertainya.

Secara sederhana, keuntungan bersih dari transaksi saham dapat dihitung dengan mengurangi hasil penjualan bersih dengan seluruh biaya perolehan saham dan biaya yang timbul selama transaksi. Hasil penjualan bersih merupakan nilai penjualan setelah dikurangi biaya dan pajak yang relevan. Sementara itu, total biaya perolehan mencakup nilai pembelian saham dan biaya transaksi pada saat pembelian. Rumus konseptualnya dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Keuntungan\ Bersih = Hasil\ Penjualan\ Bersih - Total\ Biaya\ Perolehan$$

Sebagai contoh, seorang investor membeli 1.000 lembar saham pada harga Rp1.000 per lembar. Nilai pembelian saham tersebut adalah Rp1.000.000. Setelah beberapa waktu, investor menjual seluruh saham pada harga Rp1.100 per lembar sehingga nilai bruto penjualan

menjadi Rp1.100.000. Dengan demikian, keuntungan kotor berdasarkan selisih harga adalah Rp100.000.

Apabila diasumsikan biaya broker dan biaya lainnya pada saat pembelian sebesar Rp2.000 serta biaya broker dan biaya lainnya pada saat penjualan sebesar Rp2.200, kemudian PPh final penjualan sebesar 0,1 persen atau Rp1.100, maka keuntungan bersih investor menjadi Rp94.700. Angka biaya broker dan biaya lainnya dalam ilustrasi ini hanya asumsi untuk menjelaskan cara perhitungan, bukan tarif resmi seluruh perusahaan sekuritas.

$$Keuntungan\ Kotor = Rp1.100.000 - Rp1.000.000 = Rp100.000.$$
$$Total\ Biaya = Rp2.000 + Rp2.200 + Rp1.100 = Rp5.300.$$
$$Keuntungan\ Bersih = Rp100.000 - Rp5.300 = Rp94.700.$$

Ilustrasi tersebut menunjukkan bahwa keuntungan yang terlihat dari perubahan harga saham tidak sepenuhnya diterima oleh investor. Sebagian keuntungan digunakan untuk membayar biaya transaksi dan pajak. Oleh karena itu, perhitungan keuntungan bersih perlu dilakukan setiap kali investor mengevaluasi hasil perdagangan atau kinerja portofolio.



Gambar 14.2 Alur perhitungan hasil akhir transaksi setelah memperhitungkan biaya dan pajak.

Investor juga perlu memperhatikan pengaruh biaya terhadap pertumbuhan investasi dalam jangka panjang. Biaya yang dibayarkan secara berulang tidak hanya mengurangi keuntungan pada saat transaksi, tetapi juga mengurangi dana yang dapat diinvestasikan kembali. Ketika jumlah dana yang diinvestasikan menjadi lebih kecil, potensi pertumbuhan melalui efek penggandaan (*compounding*) juga dapat berkurang. Oleh karena itu, pengendalian biaya memiliki manfaat yang semakin penting ketika investasi dilakukan dalam jangka waktu panjang.

Pengelolaan biaya dapat dilakukan dengan membandingkan struktur biaya beberapa perusahaan sekuritas, memperhatikan likuiditas saham, menggunakan jenis pesanan yang sesuai, serta menghindari transaksi yang tidak didasarkan pada analisis yang memadai. Investor juga perlu mengevaluasi kinerja portofolio setelah dikurangi biaya dan pajak, bukan hanya melihat kenaikan nilai pasar saham yang dimiliki. Dengan cara tersebut, investor dapat mengetahui apakah strategi yang digunakan benar-benar memberikan hasil yang sebanding dengan risiko dan biaya yang dikeluarkan.



Pada akhirnya, meminimalkan biaya transaksi dan pajak bukan berarti investor harus selalu memilih biaya yang paling murah atau menghindari seluruh transaksi. Investor tetap perlu melakukan transaksi ketika terdapat alasan investasi yang kuat, misalnya perubahan fundamental perusahaan, penyesuaian risiko portofolio, atau kebutuhan keuangan. Prinsip utamanya adalah memastikan bahwa setiap transaksi memiliki tujuan yang jelas dan manfaat yang diharapkan sebanding dengan biaya yang harus ditanggung.

Biaya transaksi dan pajak merupakan dua faktor penting yang memengaruhi keuntungan bersih dalam investasi saham. Biaya transaksi dapat berasal dari komisi broker, biaya perdagangan, bid-ask spread, dan biaya lain yang timbul selama proses pembelian maupun penjualan saham. Sementara itu, pajak dapat mengurangi hasil investasi sesuai dengan ketentuan perpajakan yang berlaku. Keduanya perlu diperhitungkan agar investor dapat menilai kinerja portofolio secara lebih akurat.

Penelitian Barber dan Odean (2000) memberikan bukti bahwa aktivitas perdagangan yang terlalu tinggi dapat berkaitan dengan penurunan kinerja investasi individu. Sementara itu, penelitian Hasbrouck (2009) menunjukkan pentingnya memahami biaya perdagangan secara menyeluruh, termasuk biaya implisit yang tidak selalu terlihat dalam rincian komisi. Pembahasan Malkiel (2013) juga memperlihatkan pentingnya memperhatikan biaya pengelolaan investasi. Di sisi lain, penelitian mengenai perpajakan investasi menunjukkan bahwa pajak dapat memengaruhi keputusan investor dalam merealisasikan keuntungan, mengelola kerugian, dan menentukan komposisi portofolio.

Investor yang mampu mengendalikan frekuensi transaksi, memahami struktur biaya broker, memperhatikan likuiditas saham, mencatat dasar perolehan, serta menghitung keuntungan setelah pajak akan memiliki dasar yang lebih baik dalam mengelola portofolionya. Dengan demikian, efisiensi biaya dan pajak merupakan bagian dari disiplin investasi yang membantu menjaga pertumbuhan kekayaan secara berkelanjutan.



BAB 15
SARANA PENGHEMAT PAJAK (TAX SHELTERS)—ROTH, IRA, DAN PROGRAM 401(K)

15.1 KONSEP DAN FUNGSI TAX SHELTERS DALAM PERENCANAAN KEUANGAN

Dalam perencanaan keuangan jangka panjang, pajak merupakan salah satu faktor yang memengaruhi jumlah kekayaan yang dapat dipertahankan seseorang. Pendapatan yang diperoleh dari pekerjaan, kegiatan usaha, maupun investasi dapat menimbulkan kewajiban pajak sesuai ketentuan yang berlaku. Oleh karena itu, perencanaan keuangan tidak hanya berkaitan dengan cara memperoleh pendapatan dan mengembangkan aset, tetapi juga mencakup pengelolaan kewajiban pajak secara sah.

Salah satu pendekatan yang digunakan dalam sistem keuangan modern adalah pemanfaatan tax shelters, yaitu fasilitas atau sarana yang memperoleh perlakuan pajak khusus berdasarkan peraturan perundang-undangan. Fasilitas ini dirancang untuk memberikan insentif kepada masyarakat agar melakukan kegiatan ekonomi tertentu, seperti menabung untuk masa pensiun, menyediakan dana pendidikan, atau menginvestasikan kembali pendapatan dalam instrumen yang memenuhi persyaratan perpajakan.

Dalam konteks buku ini, *tax shelters* terutama mengacu pada rekening tabungan pensiun yang memperoleh perlakuan pajak khusus di Amerika Serikat. Contohnya adalah *Individual Retirement Account* (IRA) dan program 401(k). Kedua fasilitas tersebut memungkinkan individu mengumpulkan dana untuk kebutuhan masa pensiun dengan mekanisme perpajakan yang berbeda dari rekening investasi biasa.

Penting untuk membedakan tax shelter yang sah dari penggelapan pajak. Fasilitas pajak yang sah digunakan berdasarkan ketentuan hukum, memenuhi persyaratan administrasi, dan melaporkan informasi yang diwajibkan. Sebaliknya, penggelapan pajak melibatkan tindakan ilegal, seperti menyembunyikan penghasilan, membuat laporan palsu, atau memanipulasi transaksi untuk menghindari kewajiban pajak. Dengan demikian, pemanfaatan fasilitas pajak bukanlah tindakan menghindari hukum, melainkan penggunaan hak perpajakan yang memang disediakan oleh pemerintah.

Secara ekonomi, fasilitas pajak pensiun dibentuk untuk mendorong masyarakat mempersiapkan kebutuhan keuangan setelah tidak lagi aktif bekerja. Ketika seseorang menyisihkan sebagian pendapatannya ke dalam rekening pensiun yang memenuhi persyaratan, pemerintah dapat memberikan manfaat melalui pengurangan pajak pada saat kontribusi, penundaan pengenaan pajak atas pertumbuhan dana, atau pembebasan pajak atas penarikan tertentu. Bentuk manfaat tersebut bergantung pada jenis rekening yang digunakan. Fungsi tax shelters juga berkaitan dengan pembentukan kebiasaan menabung. Tanpa insentif tertentu, sebagian masyarakat mungkin lebih memilih menggunakan seluruh pendapatan untuk kebutuhan saat ini daripada menyisihkan dana bagi masa depan. Fasilitas pajak dapat menjadi dorongan tambahan untuk mengalokasikan pendapatan ke rekening jangka panjang.



Namun, manfaatnya tidak hanya ditentukan oleh besarnya pengurangan pajak, melainkan juga oleh konsistensi kontribusi, jangka waktu penyimpanan, biaya rekening, dan ketentuan penarikan.

Penelitian Horneff, Maurer, dan Mitchell (2023) mengenai perubahan skema 401(k) menjadi sistem yang lebih menyerupai Roth menunjukkan bahwa perlakuan pajak dapat memengaruhi keputusan menabung, akumulasi aset, dan distribusi kesejahteraan pada masa pensiun. Temuan ini memperlihatkan bahwa desain insentif pajak bukan sekadar persoalan administrasi perpajakan, tetapi juga dapat membentuk perilaku keuangan masyarakat.

Di sisi lain, fasilitas pajak tidak selalu memberikan manfaat yang sama kepada seluruh kelompok pendapatan. Individu dengan pendapatan lebih tinggi mungkin memiliki kemampuan lebih besar untuk menyisihkan dana dan memanfaatkan batas kontribusi yang diperbolehkan. Oleh sebab itu, efektivitas tax shelters perlu dinilai tidak hanya dari jumlah dana yang berhasil dihimpun, tetapi juga dari pemerataan akses dan manfaat yang dihasilkan. Dengan demikian, tax shelters dapat dipahami sebagai instrumen kebijakan yang menghubungkan sistem perpajakan dengan perencanaan keuangan jangka panjang. Keberadaannya memberikan kesempatan kepada individu untuk mengelola kewajiban pajak secara legal sekaligus membangun sumber pendapatan untuk masa pensiun.

15.2 SISTEM PERLAKUAN PAJAK ATAS TABUNGAN DAN INVESTASI PENSIUN

Perbedaan utama antara rekening pensiun biasa dan rekening yang memperoleh fasilitas pajak terletak pada waktu pengenaan pajaknya. Dalam rekening investasi biasa, pendapatan atau keuntungan dapat dikenakan pajak sesuai karakteristik penghasilan dan ketentuan yang berlaku. Sementara itu, rekening pensiun khusus dapat memberikan perlakuan pajak berbeda pada tiga tahap, yaitu ketika dana disetorkan, ketika dana berkembang, dan ketika dana ditarik.

Ketiga tahap tersebut menjadi dasar untuk memahami mekanisme pajak Traditional IRA dan Roth IRA. Dalam literatur perpajakan dan perencanaan pensiun, perlakuan ini sering dijelaskan melalui singkatan EET, TEE, dan ETT. Huruf E (Exempt) menunjukkan bahwa suatu tahap memperoleh pembebasan atau penundaan pajak sesuai ketentuan, sedangkan huruf T (Taxed) menunjukkan bahwa pajak dikenakan pada tahap tersebut.

Pada sistem EET (*Exempt–Exempt–Taxed*), kontribusi memperoleh perlakuan pajak yang menguntungkan, pertumbuhan investasi dalam rekening tidak dikenakan pajak secara langsung selama dana tetap berada di dalam rekening, sedangkan penarikan dikenakan pajak sesuai aturan. Sistem ini menjadi gambaran umum mekanisme Traditional IRA dan Traditional 401(k), meskipun tidak semua kontribusi setiap peserta otomatis dapat dikurangkan dari penghasilan kena pajak.

Sebaliknya, sistem TEE (*Taxed–Exempt–Exempt*) mengenakan pajak pada tahap kontribusi. Setelah dana masuk ke rekening, pertumbuhan investasi memperoleh perlakuan pajak khusus, sedangkan penarikan yang memenuhi persyaratan dapat bebas pajak. Mekanisme ini menjadi gambaran umum Roth IRA dan Roth 401(k). Dengan demikian,

perbedaan antara Traditional dan Roth terutama terletak pada kapan pajak dibayarkan dan persyaratan yang harus dipenuhi untuk memperoleh manfaatnya.

Selain dua pola tersebut, terdapat pula sistem ETT (*Exempt–Taxed–Taxed*) yang dapat digunakan sebagai kerangka konseptual untuk menggambarkan perlakuan pajak tertentu. Namun, pola ini bukan karakteristik umum rekening pensiun yang dibahas dalam bab ini. Penyebutan pola tersebut berguna untuk memperlihatkan bahwa kebijakan perpajakan dapat dirancang dengan kombinasi perlakuan berbeda pada setiap tahap.

1. Kontribusi Dana disetorkan ke rekening pensiun	2. Pertumbuhan Dana berkembang melalui investasi		3. Penarikan Dana digunakan saat pensiun
Pola pajak	**Kontribusi**	**Pertumbuhan**	**Penarikan**
EET	E	E	T
TEE	T	E	E
ETT	E	T	T

E = memperoleh pembebasan atau penundaan pajak sesuai ketentuan;
T = dikenakan pajak. Pola ini merupakan penyederhanaan konseptual, bukan pengganti ketentuan pajak aktual.

Perbedaan waktu pengenaan pajak dapat menghasilkan konsekuensi keuangan yang berbeda. Sebagai ilustrasi, seseorang yang menggunakan Traditional IRA dapat memperoleh manfaat pengurangan pajak atas kontribusi apabila memenuhi persyaratan. Dana yang terkumpul kemudian dapat berkembang tanpa pengenaan pajak tahunan atas keuntungan di dalam rekening. Ketika dana ditarik, jumlah distribusi yang dikenakan pajak akan mengikuti ketentuan yang berlaku.

Pada Roth IRA, seseorang menyetorkan dana setelah pajak. Keuntungan investasi yang terbentuk di dalam rekening tidak dikenakan pajak tahunan, dan distribusi yang memenuhi syarat dapat diterima tanpa pajak penghasilan. Perbedaan ini menyebabkan keputusan memilih rekening tidak dapat didasarkan hanya pada besarnya manfaat pajak saat ini.

Penelitian Goodman dan Meiselman (2025) mengenai retirement tax shields memperlihatkan pentingnya memperhitungkan riwayat dan perubahan tarif pajak individu ketika membandingkan rekening Traditional dan Roth. Manfaat pajak suatu rekening dapat berbeda antara kelompok individu dan periode kehidupan. Sementara itu, Horneff, Maurer, dan Mitchell (2023) memperlihatkan bahwa perubahan desain perlakuan pajak pada program pensiun dapat memengaruhi pola tabungan dan keamanan keuangan pada masa pensiun.

Oleh karena itu, pemahaman terhadap sistem EET dan TEE menjadi dasar sebelum membahas masing-masing rekening secara lebih terperinci. Kedua pola tersebut menunjukkan bahwa penghematan pajak tidak selalu berarti menghilangkan pajak, tetapi dapat berupa pemindahan waktu pembayaran pajak dari masa bekerja ke masa pensiun atau sebaliknya.



15.3 TRADITIONAL IRA: PENUNDAAN PAJAK UNTUK PERSIAPAN PENSIUN

Traditional *Individual Retirement Account* atau Traditional IRA merupakan rekening pensiun individu di Amerika Serikat yang memungkinkan seseorang menyisihkan dana untuk masa pensiun dengan memperoleh perlakuan pajak khusus. Rekening ini dirancang untuk memberikan kesempatan kepada individu membangun tabungan jangka panjang melalui kontribusi yang dapat memperoleh pengurangan pajak sesuai persyaratan yang ditentukan oleh *Internal Revenue Service* (IRS).

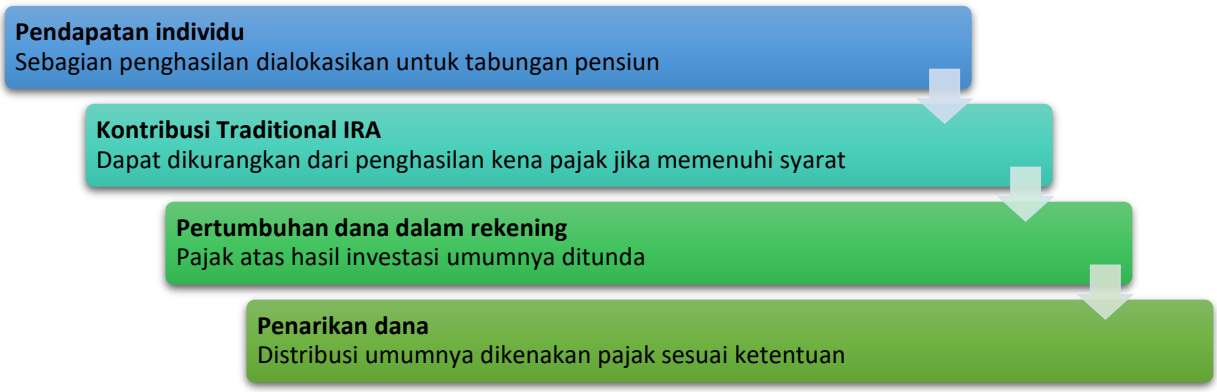
Karakteristik utama Traditional IRA adalah kemungkinan pengurangan pajak atas kontribusi dan penundaan pengenaan pajak atas pertumbuhan dana selama berada di dalam rekening. Ketika dana ditarik, distribusi yang dikenakan pajak umumnya diperlakukan sebagai penghasilan biasa. Dengan demikian, manfaat utama Traditional IRA bukan berarti seluruh dana terbebas dari pajak, melainkan pembayaran pajak dapat ditunda sampai dana didistribusikan.

Seseorang yang memiliki penghasilan dari pekerjaan atau kegiatan usaha dapat memenuhi syarat untuk memberikan kontribusi ke Traditional IRA sesuai ketentuan IRS. Namun, hak untuk mengurangi kontribusi dari penghasilan kena pajak tidak selalu berlaku bagi semua orang. Faktor seperti kepemilikan program pensiun di tempat kerja, status pelaporan pajak, dan tingkat pendapatan dapat memengaruhi besarnya pengurangan yang diperbolehkan.

Hal ini penting karena sering muncul kesalahpahaman bahwa setiap kontribusi Traditional IRA otomatis dapat mengurangi seluruh penghasilan kena pajak. Dalam praktiknya, kontribusi yang dapat dikurangkan harus memenuhi ketentuan tertentu. Jika kontribusi tidak dapat dikurangkan, wajib pajak tetap perlu memperhatikan dokumentasi dasar pajak (tax basis) agar tidak terjadi pengenaan pajak berganda ketika dana ditarik.

Mekanisme Traditional IRA dapat digambarkan melalui contoh sederhana. Misalnya, seorang pekerja menyisihkan sebagian penghasilannya ke rekening Traditional IRA. Apabila kontribusi tersebut memenuhi persyaratan pengurangan pajak, jumlah yang diperbolehkan dapat mengurangi penghasilan kena pajak pada tahun kontribusi. Dana tersebut kemudian ditempatkan pada pilihan investasi yang tersedia di dalam rekening, seperti reksa dana, saham, obligasi, atau instrumen lain yang diizinkan oleh penyedia rekening dan ketentuan yang berlaku.

Selama dana tetap berada di dalam rekening, keuntungan investasi umumnya tidak dikenakan pajak penghasilan setiap kali terjadi transaksi atau pertumbuhan nilai. Penundaan pajak tersebut memungkinkan seluruh hasil investasi tetap berada di dalam rekening dan berpotensi menghasilkan pertumbuhan lanjutan. Akan tetapi, risiko investasi tetap melekat pada aset yang dipilih. Fasilitas pajak tidak menjamin keuntungan atau melindungi nilai investasi dari penurunan pasar.



Gambar 15.1. Mekanisme dasar Traditional IRA

Salah satu aspek penting dalam Traditional IRA adalah ketentuan penarikan dana. Penarikan sebelum mencapai usia yang ditetapkan dalam peraturan dapat menimbulkan pajak penghasilan dan tambahan penalti, kecuali apabila memenuhi pengecualian tertentu. Ketentuan tersebut dimaksudkan untuk menjaga agar fasilitas rekening benar-benar digunakan bagi tujuan persiapan pensiun, bukan sebagai rekening transaksi jangka pendek.

Traditional IRA juga memiliki ketentuan *Required Minimum Distributions* (RMD), yaitu kewajiban menarik jumlah minimum tertentu dari rekening ketika peserta mencapai usia yang ditetapkan. RMD berkaitan dengan tujuan pemerintah untuk memastikan bahwa dana yang memperoleh penundaan pajak pada akhirnya didistribusikan dan dikenakan pajak sesuai ketentuan. Usia awal, metode penghitungan, dan pengecualian RMD dapat berubah berdasarkan peraturan, sehingga peserta harus merujuk pada ketentuan IRS yang berlaku pada tahun terkait.

Dari perspektif perencanaan keuangan, Traditional IRA dapat menjadi pilihan bagi individu yang memperkirakan tarif pajaknya ketika pensiun lebih rendah dibandingkan ketika masih bekerja. Dalam kondisi tersebut, pengurangan pajak pada masa kontribusi dapat memberikan manfaat yang lebih besar daripada pajak yang dibayar ketika dana ditarik. Namun, kesimpulan tersebut tidak berlaku secara otomatis untuk setiap individu karena tarif pajak masa depan, jumlah pendapatan pensiun, dan perubahan regulasi dapat berbeda dari perkiraan.

Penelitian Nichols dan Nwogu (2020) mengenai pilihan antara Traditional IRA dan Roth IRA setelah perubahan kebijakan pajak Amerika Serikat menunjukkan bahwa keputusan memilih rekening berkaitan erat dengan perbandingan tarif pajak pada masa kontribusi dan masa penarikan. Sementara itu, DiLellio dan Ostrov (2020) mengembangkan pendekatan strategi penarikan dana dari rekening Traditional dan Roth untuk membantu pensiunan mengelola kewajiban pajak secara lebih efisien. Temuan tersebut memperkuat bahwa manfaat Traditional IRA perlu dinilai sepanjang siklus hidup rekening, bukan hanya ketika kontribusi dilakukan.

Dengan demikian, Traditional IRA merupakan fasilitas tabungan pensiun yang memberikan manfaat utama berupa kemungkinan pengurangan pajak saat kontribusi dan penundaan pajak atas pertumbuhan investasi. Keberhasilannya sebagai sarana persiapan

pensiun bergantung pada kesesuaian rekening dengan kondisi pajak individu, kedisiplinan kontribusi, pemilihan investasi, serta kepatuhan terhadap ketentuan penarikan.

15.4 ROTH IRA: PEMBAYARAN PAJAK DI AWAL DAN POTENSI PENARIKAN BEBAS PAJAK

Roth *Individual Retirement Account* atau Roth IRA merupakan rekening pensiun individu di Amerika Serikat yang menggunakan pendekatan perpajakan berbeda dari Traditional IRA. Jika Traditional IRA memberikan kemungkinan pengurangan pajak pada saat kontribusi, Roth IRA menggunakan dana yang telah dikenakan pajak. Sebagai imbalannya, pertumbuhan investasi di dalam rekening memperoleh perlakuan pajak khusus dan penarikan yang memenuhi persyaratan dapat bebas dari pajak penghasilan.

Roth IRA diperkenalkan melalui Taxpayer Relief Act of 1997 dan dinamai berdasarkan Senator William Roth dari Delaware yang berperan dalam pengembangan kebijakan tersebut. Kehadiran Roth IRA memberikan alternatif bagi masyarakat yang ingin membayar kewajiban pajak lebih awal dan memperoleh potensi manfaat pajak ketika memasuki masa pensiun.

Kontribusi Roth IRA berasal dari penghasilan setelah pajak. Artinya, individu tidak memperoleh pengurangan penghasilan kena pajak hanya karena menyetorkan dana ke rekening tersebut. Dana yang telah disetorkan kemudian dapat ditempatkan pada instrumen investasi yang diperbolehkan oleh penyedia rekening. Keuntungan yang terbentuk tidak dikenakan pajak penghasilan tahunan selama tetap berada di dalam rekening sesuai ketentuan.

Keunggulan Roth IRA terlihat ketika peserta melakukan penarikan yang memenuhi persyaratan sebagai qualified distribution. Secara umum, distribusi yang memenuhi syarat harus memperhatikan aturan periode kepemilikan lima tahun dan kondisi tertentu, misalnya peserta telah mencapai usia 59½ tahun atau memenuhi pengecualian yang ditetapkan. Dalam keadaan tersebut, penarikan dapat dilakukan tanpa pajak penghasilan atas distribusi yang memenuhi persyaratan.



Gambar 15.2. Mekanisme dasar Roth IRA



Namun, penting dipahami bahwa tidak setiap penarikan Roth IRA otomatis bebas pajak dan penalti. IRS membedakan antara kontribusi awal, hasil konversi, dan keuntungan investasi. Urutan penarikan serta lamanya rekening dimiliki dapat memengaruhi konsekuensi pajak. Karena itu, peserta perlu memahami aturan distribusi sebelum menggunakan dana dari rekening tersebut.

Salah satu karakteristik Roth IRA adalah adanya batasan pendapatan untuk menentukan kelayakan kontribusi langsung. Ketentuan tersebut dapat berubah dari tahun ke tahun dan bergantung pada status pelaporan pajak individu. Dengan demikian, tidak semua orang dapat memberikan kontribusi langsung ke Roth IRA dalam jumlah yang sama. Dalam kondisi tertentu, terdapat mekanisme konversi dari rekening Traditional IRA ke Roth IRA, tetapi konversi tersebut dapat menimbulkan kewajiban pajak atas jumlah yang dikonversi.

Roth IRA juga memiliki keunikan dalam ketentuan distribusi minimum wajib. Berbeda dari Traditional IRA, pemilik asli Roth IRA pada umumnya tidak diwajibkan melakukan RMD selama hidupnya. Ketentuan ini memberikan fleksibilitas dalam mempertahankan dana di dalam rekening untuk jangka waktu lebih panjang. Akan tetapi, aturan distribusi bagi penerima warisan dapat berbeda dan tetap harus diperhatikan.

Dari perspektif perencanaan pajak, Roth IRA dapat lebih menarik bagi individu yang memperkirakan tarif pajaknya pada masa depan akan lebih tinggi dibandingkan tarif pajak saat ini. Dengan membayar pajak ketika melakukan kontribusi, individu berpotensi menghindari pajak penghasilan atas distribusi yang memenuhi syarat pada masa pensiun. Strategi ini juga dapat memberikan kepastian lebih besar mengenai perlakuan pajak atas dana yang ditarik, meskipun perubahan peraturan tetap menjadi faktor yang perlu diperhitungkan.

Goodman dan Meiselman (2025) membahas perbedaan manfaat tax shield antara rekening Traditional dan Roth berdasarkan perubahan tarif pajak selama kehidupan seseorang. Penelitian tersebut relevan untuk menunjukkan bahwa pilihan Roth IRA tidak dapat dinilai hanya dari potensi penarikan bebas pajak, melainkan juga dari besarnya pajak yang telah dibayar pada saat kontribusi dan keadaan perpajakan pada masa mendatang. Sementara itu, penelitian Horneff, Maurer, dan Mitchell (2023) menunjukkan bahwa perubahan dari skema penundaan pajak menuju skema Roth dapat memengaruhi akumulasi tabungan dan distribusi kesejahteraan pensiun.

Sebagai ilustrasi, seorang pekerja muda yang memiliki tarif pajak relatif rendah saat ini mungkin mempertimbangkan Roth IRA karena pembayaran pajak dilakukan ketika penghasilan masih berada pada kelompok tarif yang lebih rendah. Sebaliknya, seseorang yang memiliki tarif pajak tinggi pada masa bekerja dapat mempertimbangkan Traditional IRA apabila memenuhi persyaratan pengurangan pajak dan memperkirakan tarif pajak ketika pensiun akan lebih rendah. Ilustrasi ini bukan aturan mutlak, sebab hasil akhirnya dipengaruhi oleh perubahan pendapatan, tarif pajak, lama investasi, dan ketentuan hukum.

Tabel 15.1. Perbedaan kedua rekening dapat dirangkum sebagai berikut.

Aspek	Traditional IRA	Roth IRA
Sumber kontribusi	Umumnya dari penghasilan sebelum pajak atau kontribusi yang dapat dikurangkan sesuai syarat	Penghasilan setelah pajak
Pengurangan pajak kontribusi	Dapat tersedia jika memenuhi syarat	Tidak tersedia
Pertumbuhan investasi	Pajak umumnya ditunda	Memperoleh perlakuan pajak khusus
Penarikan yang memenuhi aturan	Umumnya dikenakan pajak penghasilan	Dapat bebas pajak
Batas pendapatan untuk kontribusi langsung	Umumnya tidak menggunakan batas pendapatan yang sama seperti Roth IRA	Memiliki batas pendapatan untuk kontribusi langsung
RMD bagi pemilik asli	Berlaku sesuai ketentuan	Umumnya tidak berlaku selama hidup pemilik asli

Dengan demikian, Roth IRA menawarkan pendekatan perpajakan yang berbeda melalui pembayaran pajak di awal dan potensi pembebasan pajak atas distribusi yang memenuhi syarat. Keputusan menggunakan Roth IRA perlu mempertimbangkan tarif pajak saat ini, perkiraan kondisi pendapatan pada masa pensiun, aturan kelayakan kontribusi, dan tujuan penggunaan dana.

15.5 PROGRAM 401(K) DAN PERAN PEMBERI KERJA DALAM TABUNGAN PENSIUN

Program 401(k) merupakan salah satu bentuk program pensiun berbasis tempat kerja yang banyak digunakan di Amerika Serikat. Program ini memungkinkan karyawan menyisihkan sebagian penghasilannya secara berkala untuk membentuk dana pensiun melalui pemotongan gaji. Dana yang terkumpul dikelola dalam rekening atas nama peserta dan ditempatkan pada pilihan investasi yang disediakan oleh program pemberi kerja.

Berbeda dari rekening pensiun individu yang dibuka dan dikelola secara mandiri, 401(k) melibatkan hubungan antara karyawan, pemberi kerja, dan penyelenggara program. Pemberi kerja menyediakan fasilitas program, menentukan pilihan investasi yang tersedia sesuai ketentuan, serta menjalankan administrasi kontribusi. Karyawan kemudian menentukan besarnya kontribusi dari gaji dan memilih alternatif investasi yang disediakan dalam program tersebut.

Salah satu karakteristik penting 401(k) adalah adanya kemungkinan kontribusi tambahan dari pemberi kerja yang dikenal sebagai employer matching contribution. Melalui mekanisme ini, pemberi kerja dapat menambahkan sejumlah dana ke rekening pensiun karyawan berdasarkan persentase kontribusi yang dilakukan karyawan. Sebagai ilustrasi, perusahaan dapat menetapkan kebijakan mencocokkan 50% dari kontribusi karyawan sampai

batas tertentu. Apabila seorang karyawan menyetorkan 6% dari gajinya, perusahaan dapat memberikan tambahan sebesar 3% sesuai ketentuan program.

Mekanisme employer matching menjadi insentif penting karena karyawan tidak hanya mengumpulkan dana dari penghasilannya sendiri, tetapi juga memperoleh tambahan kontribusi dari perusahaan. Namun, kebijakan pencocokan tersebut tidak seragam. Setiap perusahaan dapat memiliki rumusan, batas kontribusi, jadwal penyetoran, dan persyaratan kepemilikan dana yang berbeda.

Program 401(k) memiliki dua bentuk perlakuan pajak yang perlu dibedakan, yaitu Traditional 401(k) dan Roth 401(k). Pada Traditional 401(k), kontribusi karyawan umumnya dilakukan melalui penangguhan gaji sebelum pajak penghasilan federal, sehingga pajak atas jumlah tersebut ditunda sampai dana didistribusikan. Sementara itu, Roth 401(k) menggunakan kontribusi setelah pajak, dengan potensi distribusi bebas pajak apabila memenuhi persyaratan yang berlaku.

Selain kontribusi karyawan dan pemberi kerja, aspek lain yang perlu diperhatikan adalah vesting. Istilah ini merujuk pada hak kepemilikan karyawan atas kontribusi yang diberikan oleh pemberi kerja. Kontribusi karyawan sendiri pada umumnya menjadi hak karyawan, sedangkan kontribusi perusahaan dapat tunduk pada jadwal vesting yang ditetapkan program. Artinya, karyawan yang meninggalkan perusahaan sebelum memenuhi persyaratan tertentu mungkin belum berhak atas seluruh kontribusi perusahaan.

Dalam perkembangannya, program 401(k) juga menggunakan mekanisme *automatic enrollment*. Melalui mekanisme tersebut, karyawan yang memenuhi persyaratan dapat didaftarkan secara otomatis ke dalam program dengan persentase kontribusi awal tertentu, kecuali jika mereka memilih untuk tidak berpartisipasi atau mengubah tingkat kontribusinya. Kebijakan ini bertujuan mengurangi hambatan perilaku yang sering menyebabkan seseorang menunda keputusan menabung untuk pensiun.

Perkembangan regulasi melalui SECURE 2.0 Act of 2022 turut memperkuat penggunaan program pensiun di tempat kerja. Undang-undang tersebut memuat ketentuan mengenai perluasan akses terhadap program pensiun, peningkatan batas kontribusi tambahan bagi peserta pada usia tertentu, serta perubahan administrasi program. Implementasinya dilakukan secara bertahap berdasarkan tanggal efektif masing-masing ketentuan.

Berdasarkan informasi *Internal Revenue Service* (IRS), batas penangguhan kontribusi karyawan untuk program 401(k) pada tahun pajak 2026 adalah US$24.500. Peserta berusia 50 tahun atau lebih umumnya dapat memperoleh tambahan kontribusi catch-up sebesar US$8.000. Untuk peserta berusia 60–63 tahun, tersedia batas tambahan khusus sebesar US$11.250 pada 2026, apabila memenuhi ketentuan program. Batas ini merupakan ketentuan tahunan dan dapat berubah mengikuti penyesuaian biaya hidup.

Dengan demikian, 401(k) tidak hanya berfungsi sebagai rekening tabungan pensiun, tetapi juga sebagai sarana kerja sama antara karyawan dan perusahaan dalam membangun kesiapan keuangan jangka panjang. Keberhasilan program ini sangat dipengaruhi oleh partisipasi karyawan, kebijakan kontribusi pemberi kerja, kualitas administrasi, serta pemahaman peserta terhadap ketentuan program.



15.6 STRATEGI PENGELOLAAN DAN PENARIKAN DANA PENSIUN YANG EFISIEN PAJAK

Ketika seseorang memasuki masa pensiun, perhatian keuangan tidak lagi hanya berpusat pada pengumpulan dana, tetapi juga pada cara menggunakan dana tersebut secara terencana. Dana yang telah terkumpul selama masa bekerja perlu didistribusikan untuk memenuhi kebutuhan hidup, biaya kesehatan, dan kebutuhan lainnya. Pada tahap ini, keputusan mengenai rekening mana yang digunakan lebih dahulu dapat memengaruhi jumlah pajak yang harus dibayarkan dan lamanya dana dapat bertahan.

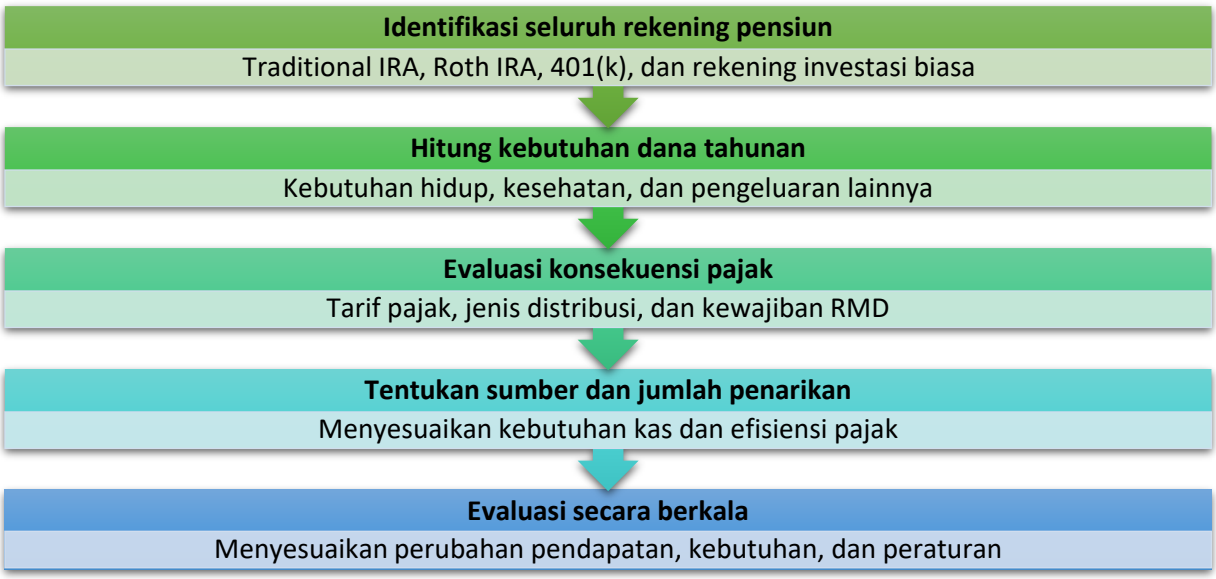
Individu yang memiliki beberapa sumber tabungan pensiun mungkin mempunyai rekening Traditional IRA, Roth IRA, 401(k), serta rekening investasi biasa. Setiap rekening memiliki karakteristik pajak yang berbeda. Karena itu, strategi penarikan dana tidak seharusnya hanya mempertimbangkan jumlah saldo yang tersedia, tetapi juga konsekuensi perpajakan dari setiap distribusi.

Salah satu pendekatan yang dibahas dalam penelitian perencanaan pensiun adalah *tax-efficient withdrawal strategy*. Pendekatan ini mengatur urutan dan jumlah penarikan dari berbagai rekening agar kewajiban pajak dapat dikelola sepanjang masa pensiun. Tujuannya bukan semata-mata mengurangi pajak pada satu tahun tertentu, melainkan menjaga keseimbangan antara kebutuhan konsumsi, kewajiban pajak, dan keberlanjutan dana.

DiLellio dan Ostrov (2020) mengembangkan pendekatan algoritmik untuk menentukan strategi penarikan dana dari rekening Traditional 401(k)/IRA, Roth 401(k)/IRA, dan rekening investasi kena pajak. Penelitian tersebut menunjukkan pentingnya mempertimbangkan karakteristik pajak masing-masing rekening dalam menyusun strategi distribusi dana pensiun. Dengan kata lain, urutan penarikan dapat memengaruhi hasil keuangan jangka panjang, sehingga tidak tepat apabila seluruh rekening diperlakukan seolah-olah memiliki konsekuensi pajak yang sama.

Salah satu strategi yang dapat dipertimbangkan adalah menggunakan rekening kena pajak terlebih dahulu, kemudian rekening Traditional, dan mempertahankan rekening Roth untuk kebutuhan pada tahap berikutnya. Strategi ini sering digunakan sebagai salah satu skenario perencanaan karena dana Roth yang memenuhi syarat dapat memberikan fleksibilitas penarikan bebas pajak. Namun, strategi tersebut bukan aturan universal. Dalam kondisi tertentu, penarikan sebagian dana Traditional lebih awal justru dapat membantu menghindari penumpukan distribusi kena pajak pada tahun-tahun berikutnya.

Faktor yang memengaruhi strategi penarikan antara lain jumlah pendapatan pensiun, tarif pajak marginal, kebutuhan pengeluaran tahunan, sumber pendapatan lain, usia peserta, serta ketentuan distribusi minimum. Seseorang yang menerima pendapatan pensiun dari beberapa sumber perlu memperhitungkan seluruh penghasilan tersebut karena penarikan dari rekening tertentu dapat meningkatkan penghasilan kena pajak pada tahun berjalan.



Gambar 15.3. Kerangka pengambilan keputusan penarikan dana pensiun

Aspek lain yang sangat penting adalah *Required Minimum Distributions* (RMD), yaitu jumlah minimum yang wajib ditarik dari rekening pensiun tertentu ketika peserta mencapai usia yang ditetapkan. Berdasarkan ketentuan IRS yang berlaku, pemilik Traditional IRA umumnya harus mulai menerima distribusi minimum pada usia 73 tahun. Ketentuan RMD juga berlaku pada sejumlah program pensiun pemberi kerja, termasuk 401(k), dengan pengecualian tertentu. Pemilik asli Roth IRA dan rekening Roth tertentu dalam program 401(k) tidak diwajibkan mengambil RMD selama masih hidup, sedangkan penerima warisan dapat memiliki kewajiban distribusi tersendiri.

Kewajiban RMD perlu dimasukkan dalam perencanaan karena jumlah distribusi minimum dapat meningkatkan penghasilan kena pajak pada tahun tertentu. Apabila peserta memiliki beberapa rekening pensiun, aturan penghitungan dan pemenuhan RMD juga perlu diperhatikan secara terpisah. Kesalahan dalam memenuhi kewajiban distribusi dapat menimbulkan konsekuensi pajak tambahan.

Selain itu, strategi penarikan perlu memperhitungkan kemungkinan perubahan tarif pajak pada masa depan. Seseorang yang memiliki saldo besar dalam rekening Traditional, misalnya, dapat menghadapi distribusi kena pajak yang lebih besar pada usia lanjut. Oleh sebab itu, perencanaan penarikan dapat dilakukan secara bertahap dengan mempertimbangkan pendapatan tahunan dan kebutuhan dana.

Temuan DiLellio dan Ostrov (2020) memberikan dasar bahwa strategi penarikan sebaiknya disusun berdasarkan kombinasi jenis rekening dan kondisi peserta. Sementara itu, penelitian Goodman dan Meiselman (2025) menekankan bahwa manfaat perlindungan pajak rekening Traditional dan Roth perlu dilihat berdasarkan riwayat tarif pajak individu. Kedua penelitian tersebut menunjukkan bahwa efisiensi pajak pada masa pensiun merupakan hasil dari keputusan yang saling berkaitan sepanjang siklus kehidupan keuangan seseorang.

Dengan demikian, strategi penarikan dana pensiun merupakan bagian penting dari pemanfaatan tax shelters. Keberhasilan strategi tersebut tidak hanya ditentukan oleh besarnya



saldo rekening, tetapi juga oleh kemampuan peserta mengatur distribusi, memenuhi kewajiban perpajakan, dan menjaga kecukupan dana untuk kebutuhan hidup selama masa pensiun.

15.7 INSENTIF PAJAK TERHADAP PERILAKU MENABUNG DAN KESEJAHTERAAN INVESTOR

Pemberian fasilitas pajak tidak hanya memengaruhi jumlah dana yang dapat dikumpulkan seseorang, tetapi juga dapat membentuk cara masyarakat mengambil keputusan keuangan. Ketika pemerintah memberikan pengurangan pajak, penundaan pajak, atau pembebasan pajak atas tabungan pensiun tertentu, masyarakat memperoleh dorongan tambahan untuk menyisihkan sebagian pendapatannya. Akan tetapi, respons setiap individu terhadap insentif tersebut tidak selalu sama karena dipengaruhi oleh tingkat pendapatan, pengetahuan keuangan, kebiasaan konsumsi, dan pemahaman terhadap peraturan perpajakan.

Salah satu persoalan yang sering muncul dalam program tabungan pensiun adalah rendahnya partisipasi masyarakat. Sebagian pekerja memahami pentingnya menyiapkan dana pensiun, tetapi belum tentu memiliki kebiasaan menyisihkan pendapatan secara konsisten. Ada pula individu yang menunda keputusan menabung karena lebih mengutamakan kebutuhan saat ini. Dalam kondisi tersebut, insentif pajak dapat menjadi salah satu faktor pendorong, tetapi keberadaannya belum tentu cukup untuk mengubah perilaku apabila masyarakat tidak memahami cara kerja fasilitas yang tersedia.

Penelitian Laurin, Messacar, dan Michaud (2023) mengenai literasi keuangan dan waktu penarikan rekening tabungan berpajak khusus menunjukkan pentingnya pengetahuan individu dalam memanfaatkan fasilitas tabungan. Pemahaman yang terbatas dapat menyebabkan keputusan penarikan yang kurang tepat, termasuk penarikan sebelum waktu yang direncanakan dan hilangnya sebagian manfaat yang seharusnya diperoleh dari rekening tersebut. Temuan ini menunjukkan bahwa keberhasilan kebijakan insentif tidak hanya bergantung pada desain fasilitas, tetapi juga pada kemampuan masyarakat memahami konsekuensinya.

Literasi keuangan menjadi semakin penting karena rekening pensiun memiliki ketentuan yang berbeda mengenai kontribusi, distribusi, dan perlakuan pajak. Seseorang yang hanya memahami manfaat pengurangan pajak pada saat kontribusi, misalnya, mungkin tidak memperhitungkan kewajiban pajak ketika dana ditarik. Sebaliknya, individu yang memahami seluruh tahapan rekening dapat membuat keputusan yang lebih sesuai dengan kondisi pendapatan dan rencana pensiunnya.

Selain literasi keuangan, insentif pajak juga dapat memengaruhi waktu seseorang menyetorkan dana. Messacar (2023), dalam penelitian mengenai *loss-averse tax manipulation and tax-preferred savings,* mengkaji hubungan antara perilaku menghindari kerugian dan kontribusi pada rekening yang memperoleh perlakuan pajak khusus. Penelitian tersebut memberikan gambaran bahwa keputusan menabung dapat dipengaruhi oleh cara individu mempersepsikan manfaat pajak dan pengembalian pajak, bukan hanya oleh pertimbangan matematis mengenai hasil investasi.



Dalam praktiknya, seseorang dapat lebih terdorong menyetor dana ketika merasa memperoleh keuntungan langsung dari pengurangan kewajiban pajak atau pengembalian pajak. Namun, perilaku tersebut perlu dibedakan dari kebiasaan menabung jangka panjang yang berkelanjutan. Kontribusi yang hanya dilakukan ketika mendekati batas waktu pelaporan pajak belum tentu menghasilkan akumulasi dana pensiun yang memadai apabila tidak diikuti kontribusi rutin.

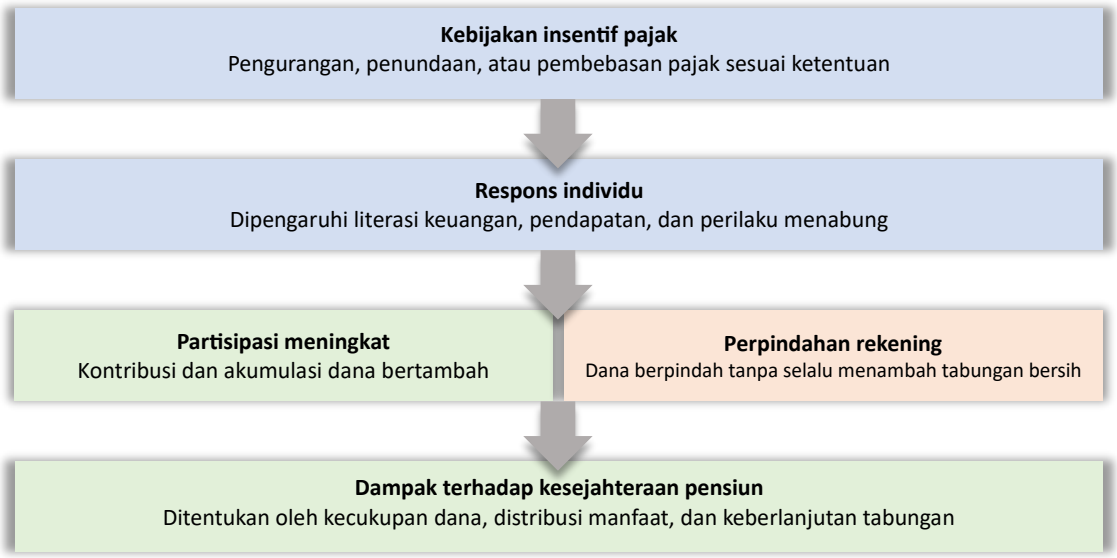
Dampak insentif pajak juga perlu dianalisis berdasarkan distribusi manfaatnya. Fasilitas yang memberikan pengurangan pajak berdasarkan besarnya kontribusi dapat menghasilkan manfaat nominal lebih besar bagi individu yang mempunyai penghasilan tinggi dan kemampuan menabung lebih besar. Kelompok berpendapatan rendah mungkin tidak dapat memanfaatkan batas kontribusi secara maksimal karena sebagian besar pendapatannya digunakan untuk memenuhi kebutuhan sehari-hari.

Kondisi tersebut menimbulkan pertanyaan mengenai keadilan kebijakan perpajakan. Apabila tujuan utama program adalah meningkatkan kesiapan pensiun masyarakat secara luas, pemerintah perlu memperhatikan apakah fasilitas yang diberikan dapat dijangkau oleh pekerja dengan tingkat pendapatan berbeda. Kebijakan yang hanya memberikan manfaat optimal kepada kelompok yang telah memiliki kapasitas menabung tinggi berisiko memperbesar kesenjangan kepemilikan aset pada masa pensiun.

Artikel Mullane (2025) mengkritisi persoalan tersebut dengan menyoroti kemungkinan bahwa insentif pajak tabungan pensiun di Amerika Serikat memberikan manfaat yang tidak proporsional kepada kelompok kaya. Kritik ini menunjukkan bahwa keberhasilan kebijakan tidak cukup diukur dari besarnya dana yang masuk ke rekening pensiun. Pemerintah juga perlu menilai siapa yang memperoleh manfaat, seberapa luas partisipasi masyarakat, dan apakah fasilitas tersebut benar-benar membantu kelompok yang membutuhkan perlindungan keuangan pada masa tua.

Penelitian Berger dan rekan-rekan (tersedia daring pada 2023 dan diterbitkan dalam volume jurnal 2026) mengenai substitusi antara rekening tabungan berpajak khusus juga memperlihatkan bahwa masyarakat dapat mengalihkan pilihan dari satu jenis rekening ke jenis rekening lain ketika tersedia fasilitas baru. Artinya, munculnya insentif baru tidak selalu menghasilkan peningkatan tabungan secara keseluruhan. Dalam kondisi tertentu, masyarakat hanya memindahkan dana yang sebelumnya telah disimpan pada rekening lain ke rekening yang menawarkan perlakuan pajak berbeda.

Fenomena tersebut penting dalam mengevaluasi efektivitas kebijakan. Apabila pemerintah memperkenalkan fasilitas baru, peningkatan jumlah dana dalam rekening tersebut belum tentu menunjukkan bahwa masyarakat menambah tabungan bersihnya. Sebagian dana mungkin hanya berpindah dari instrumen atau rekening lain. Oleh karena itu, evaluasi kebijakan perlu membedakan antara pertumbuhan tabungan baru dan perpindahan aset yang telah dimiliki sebelumnya.



Gambar 15.4. Hubungan insentif pajak, perilaku, dan kesejahteraan pensiun

Dengan demikian, insentif pajak memiliki hubungan yang kompleks dengan perilaku menabung dan kesejahteraan masyarakat. Fasilitas perpajakan dapat mendorong akumulasi dana pensiun, tetapi manfaatnya bergantung pada tingkat literasi keuangan, kemampuan ekonomi, serta desain kebijakan. Evaluasi yang baik harus memperhatikan peningkatan tabungan bersih, pemerataan akses, dan kecukupan dana pensiun bagi berbagai kelompok masyarakat.

15.8 REGULASI, RISIKO, DAN PERKEMBANGAN KEBIJAKAN TAX SHELTERS

Pemanfaatan fasilitas pajak untuk tabungan pensiun selalu berada dalam kerangka regulasi. Pemerintah menetapkan aturan mengenai siapa yang dapat mengikuti program, berapa besar kontribusi yang diperbolehkan, bagaimana dana dikelola, serta kapan dana dapat ditarik. Aturan tersebut diperlukan agar fasilitas pajak digunakan sesuai tujuan awalnya dan tidak menjadi sarana untuk menghindari kewajiban perpajakan secara tidak sah.

Di Amerika Serikat, pengaturan IRA dan 401(k) melibatkan beberapa ketentuan dalam Internal Revenue Code serta pedoman pelaksanaan yang diterbitkan oleh Internal Revenue Service. Sementara itu, program pensiun yang disediakan pemberi kerja juga berkaitan dengan ketentuan administrasi dan perlindungan peserta yang diatur dalam Employee Retirement Income Security Act (ERISA) dan peraturan terkait.

Salah satu perkembangan regulasi penting dalam periode 2020–sekarang adalah pengesahan SECURE Act 2019 dan SECURE 2.0 Act of 2022. Kedua kebijakan tersebut bertujuan memperluas akses masyarakat terhadap program pensiun, meningkatkan partisipasi, serta menyesuaikan ketentuan tabungan pensiun dengan perubahan kondisi ekonomi dan demografi.

SECURE 2.0 memperkenalkan berbagai perubahan, antara lain penguatan mekanisme pendaftaran otomatis pada program pensiun tertentu, peningkatan batas kontribusi tambahan bagi kelompok usia tertentu, serta perubahan ketentuan distribusi. Implementasi ketentuan

tersebut dilakukan secara bertahap, sehingga tanggal efektif setiap perubahan perlu diperhatikan ketika mempelajari atau menggunakan fasilitas pensiun.

Salah satu perubahan yang relevan adalah peningkatan batas kontribusi tambahan bagi peserta yang berusia 60, 61, 62, dan 63 tahun. Kebijakan ini memberikan kesempatan kepada kelompok yang mendekati usia pensiun untuk menyisihkan dana lebih besar dalam program tertentu. Tujuannya adalah membantu peserta yang mungkin belum memiliki tabungan pensiun memadai untuk meningkatkan akumulasi dana pada tahun-tahun terakhir masa kerja. Selain batas kontribusi, regulasi juga mengatur distribusi minimum dan konsekuensi penarikan sebelum waktu yang diperbolehkan. Penarikan dini dari rekening tertentu dapat menimbulkan pajak tambahan, kecuali apabila memenuhi pengecualian yang ditentukan. Aturan tersebut dimaksudkan untuk menjaga tujuan jangka panjang rekening pensiun dan mencegah penggunaan fasilitas pajak sebagai sarana transaksi jangka pendek.

Risiko dan keterbatasan pemanfaatan tax shelters

Meskipun memberikan manfaat perpajakan, rekening pensiun tidak sepenuhnya bebas dari risiko. Salah satu risiko yang perlu diperhatikan adalah keterbatasan likuiditas. Dana yang ditempatkan pada rekening pensiun pada dasarnya ditujukan untuk kebutuhan jangka panjang. Apabila peserta menarik dana sebelum memenuhi persyaratan, ia dapat menghadapi pajak tambahan atau kehilangan manfaat tertentu.

Risiko berikutnya adalah perubahan regulasi. Fasilitas pajak merupakan bagian dari kebijakan pemerintah yang dapat berubah mengikuti kondisi fiskal, kebutuhan ekonomi, dan prioritas pembangunan. Perubahan batas kontribusi, usia distribusi minimum, atau persyaratan penghasilan dapat memengaruhi manfaat yang diterima peserta. Oleh karena itu, perencanaan jangka panjang tidak seharusnya hanya mengandalkan satu asumsi bahwa aturan perpajakan akan selalu sama.

Risiko lain berkaitan dengan biaya administrasi dan pengelolaan. Program pensiun dapat mengenakan biaya administrasi, biaya pengelolaan investasi, dan biaya lain sesuai struktur produk. Biaya tersebut mengurangi nilai bersih dana yang terkumpul. Peserta perlu memperhatikan informasi biaya dalam dokumen program karena manfaat pajak yang diperoleh dapat berkurang apabila biaya pengelolaan terlalu tinggi.

Selain itu, fasilitas pajak tidak menghilangkan risiko investasi. Dana pensiun yang ditempatkan pada saham, obligasi, reksa dana, atau instrumen lain tetap dapat mengalami perubahan nilai. Keuntungan yang diperoleh tidak dijamin oleh status rekening pensiun. Dengan demikian, peserta perlu membedakan antara perlakuan pajak atas rekening dan karakteristik aset yang dimiliki di dalamnya.

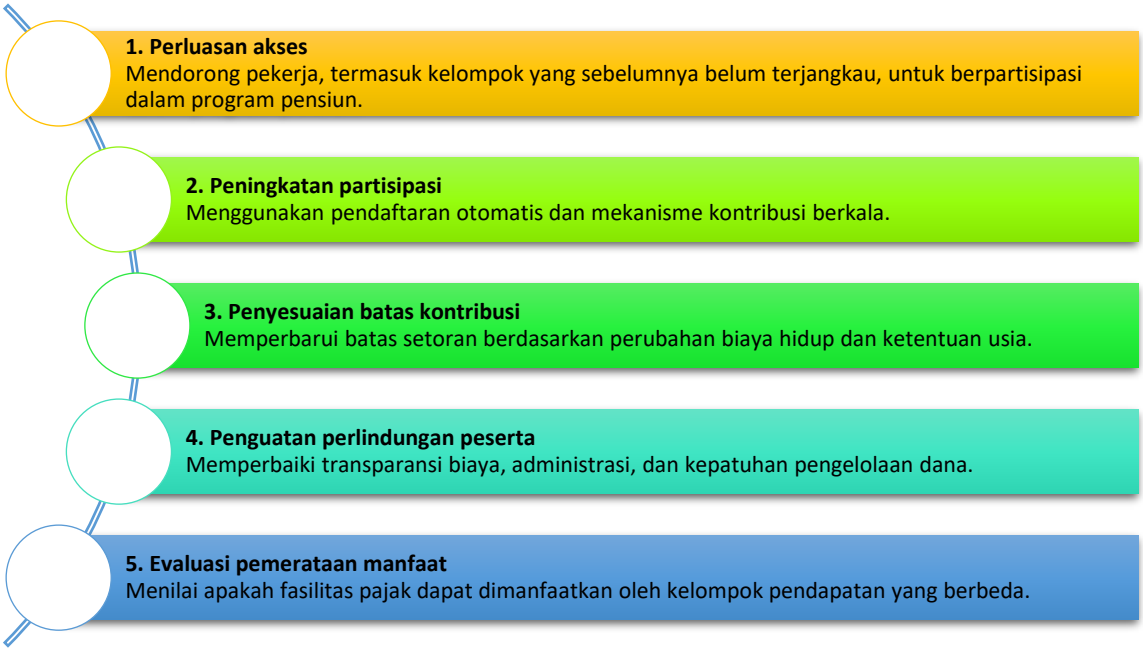
Aspek kepatuhan administrasi juga penting. Peserta perlu menyimpan dokumen kontribusi, laporan rekening, catatan konversi, dan bukti distribusi. Kesalahan dalam pelaporan atau ketidaksesuaian transaksi dengan aturan dapat menimbulkan konsekuensi pajak. Dalam rekening Traditional IRA, misalnya, kontribusi yang tidak dapat dikurangkan harus dicatat secara benar agar dasar pengenaan pajak ketika penarikan dapat dihitung sesuai ketentuan.

Perkembangan kebijakan tax shelters pada periode 2020–sekarang

Perkembangan kebijakan fasilitas pajak pensiun dalam beberapa tahun terakhir memperlihatkan bahwa pemerintah semakin memperhatikan perluasan akses dan peningkatan partisipasi masyarakat. Perubahan tersebut tidak hanya menyangkut besarnya kontribusi, tetapi juga cara masyarakat didaftarkan, kemudahan administrasi, dan perlindungan terhadap dana pensiun.

Salah satu arah kebijakan adalah penerapan pendaftaran otomatis. Dengan mekanisme ini, pekerja yang memenuhi persyaratan dapat dimasukkan ke dalam program pensiun tanpa harus mengambil keputusan pendaftaran secara aktif sejak awal. Peserta tetap dapat memilih untuk tidak mengikuti program atau mengubah besarnya kontribusi sesuai ketentuan. Pendekatan ini didasarkan pada pemahaman bahwa hambatan perilaku, seperti penundaan keputusan dan kurangnya perhatian, dapat mengurangi partisipasi dalam tabungan pensiun.
Perkembangan lain adalah penyesuaian batas kontribusi berdasarkan perubahan biaya hidup. IRS secara berkala mengumumkan batas kontribusi IRA dan program 401(k). Untuk tahun 2026, batas kontribusi IRA adalah US$7.500, sedangkan batas penangguhan kontribusi karyawan pada 401(k) adalah US$24.500. Peserta yang memenuhi persyaratan usia juga dapat menggunakan fasilitas kontribusi tambahan sesuai ketentuan yang berlaku.

Selain itu, kebijakan pensiun mulai memberikan perhatian lebih besar terhadap kebutuhan kelompok pekerja yang berbeda. Pekerja dengan pendapatan rendah, pekerja mandiri, dan karyawan pada perusahaan kecil dapat menghadapi hambatan yang berbeda dalam mengakses program pensiun. Oleh sebab itu, pengembangan fasilitas tabungan pensiun perlu memperhatikan kesederhanaan administrasi, keterjangkauan biaya, dan ketersediaan informasi.



Gambar 15.5. Arah perkembangan kebijakan tax shelters



Dalam lingkup internasional, OECD melalui publikasi Annual Survey on Financial Incentives for Retirement Savings membandingkan berbagai bentuk insentif keuangan yang digunakan negara-negara untuk mendorong tabungan pensiun. Perbandingan tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat satu desain insentif yang berlaku sama untuk seluruh negara. Kebijakan perlu disesuaikan dengan sistem perpajakan, struktur pasar tenaga kerja, tingkat pendapatan, dan sistem perlindungan sosial masing-masing negara.

Berdasarkan perkembangan tersebut, masa depan *tax shelters* akan sangat dipengaruhi oleh kemampuan pemerintah menyeimbangkan tiga tujuan utama, yaitu mendorong masyarakat menabung, menjaga keberlanjutan penerimaan pajak, dan memastikan manfaat fasilitas dapat diakses secara lebih merata. Perubahan teknologi dan administrasi juga akan berperan dalam meningkatkan kemudahan masyarakat mengakses informasi dan mengelola rekening pensiun.

Dengan demikian, regulasi *tax shelters* tidak hanya berfungsi sebagai pembatas penggunaan fasilitas pajak, tetapi juga menjadi instrumen untuk memastikan bahwa program tabungan pensiun berjalan sesuai tujuan kebijakan. Pemahaman terhadap regulasi, risiko, dan perkembangan kebijakan menjadi bekal penting agar individu dapat memanfaatkan fasilitas tersebut secara bertanggung jawab.

Untuk menjaga konteks pembaca Indonesia, perlu ditegaskan bahwa IRA dan 401(k) merupakan fasilitas dalam sistem perpajakan Amerika Serikat. Mekanismenya dapat digunakan sebagai bahan perbandingan dan pembelajaran perencanaan keuangan, tetapi tidak boleh dianggap sebagai fasilitas pajak yang otomatis tersedia bagi wajib pajak Indonesia. Perlu dipertahankan pula penegasan bahwa IRA dan 401(k) merupakan fasilitas perpajakan Amerika Serikat, bukan fasilitas yang secara otomatis berlaku di Indonesia.



BAB 16
MEMAHAMI IPO

16.1 PENGERTIAN, TUJUAN, DAN PERKEMBANGAN IPO

Initial Public Offering (IPO) atau penawaran umum perdana merupakan proses ketika suatu perusahaan untuk pertama kalinya menawarkan saham kepada masyarakat luas. Melalui IPO, perusahaan yang sebelumnya dimiliki secara terbatas oleh pendiri, keluarga, investor tertentu, atau kelompok pemegang saham lainnya mulai membuka kesempatan kepemilikan kepada publik. Saham yang ditawarkan kemudian dapat dicatatkan dan diperdagangkan di bursa efek setelah memenuhi persyaratan dan prosedur yang berlaku.

IPO menjadi salah satu tahapan penting dalam perkembangan perusahaan karena menandai perubahan status perusahaan dari perusahaan tertutup (*private company*) menjadi perusahaan terbuka (*public company*). Perubahan tersebut tidak hanya berkaitan dengan bertambahnya jumlah pemegang saham, tetapi juga membawa konsekuensi terhadap tata kelola, transparansi, pelaporan, dan tanggung jawab perusahaan kepada publik.

Dalam konteks pasar modal Indonesia, IPO dikenal sebagai penawaran umum perdana saham yang dilaksanakan melalui mekanisme pasar modal dan melibatkan sejumlah pihak, antara lain perusahaan penerbit saham atau emiten, penjamin emisi efek (*underwriter*), profesi penunjang pasar modal, regulator, serta Bursa Efek Indonesia. Proses penawaran umum juga berkaitan dengan penyampaian informasi kepada calon investor melalui dokumen prospektus.

IPO perlu dipahami sebagai proses penghimpunan modal melalui penerbitan saham, bukan sekadar kegiatan menjual saham kepada masyarakat. Dana yang diperoleh dari penerbitan saham baru dapat digunakan untuk mendukung ekspansi, pengembangan usaha, investasi aset produktif, pembayaran kewajiban tertentu, maupun kebutuhan strategis perusahaan lainnya. Di sisi lain, perusahaan juga dapat memperoleh manfaat berupa peningkatan reputasi, perluasan basis kepemilikan, dan akses yang lebih luas terhadap sumber pendanaan.

Huibers (2020) menjelaskan bahwa mekanisme IPO berkaitan erat dengan proses pembentukan harga saham. Perusahaan dan pihak penjamin emisi perlu menentukan mekanisme penawaran yang mampu mempertemukan kepentingan perusahaan dengan minat investor. Oleh karena itu, IPO bukan hanya persoalan menerbitkan saham, melainkan juga proses pengungkapan informasi, penentuan harga, dan pembentukan kepercayaan pasar.

Tujuan Pelaksanaan IPO

Keputusan perusahaan untuk melakukan IPO umumnya didasarkan pada kebutuhan pendanaan dan strategi pengembangan jangka panjang. Perusahaan yang sedang bertumbuh dapat membutuhkan modal dalam jumlah besar untuk memperluas kapasitas produksi, membuka pasar baru, mengembangkan teknologi, melakukan akuisisi, atau memperkuat struktur permodalan. Dalam kondisi tersebut, penerbitan saham kepada publik menjadi salah satu alternatif untuk memperoleh tambahan modal.



Tujuan pertama IPO adalah menghimpun dana untuk pengembangan usaha. Melalui penerbitan saham baru, perusahaan memperoleh tambahan modal yang tidak harus dikembalikan seperti pinjaman. Dana tersebut dapat digunakan untuk membiayai proyek investasi, membangun fasilitas operasional, memperluas jaringan distribusi, meningkatkan kapasitas produksi, atau mengembangkan produk dan layanan baru. Meskipun demikian, penerbitan saham baru dapat menyebabkan dilusi kepemilikan pemegang saham lama karena jumlah saham beredar bertambah.

Tujuan kedua adalah memperkuat struktur permodalan perusahaan. Perusahaan yang mengandalkan pembiayaan melalui utang memiliki kewajiban pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Dengan memperoleh dana melalui penerbitan saham, perusahaan dapat menambah komponen ekuitas sehingga struktur pendanaannya menjadi lebih seimbang. Keputusan ini dapat memberikan ruang keuangan yang lebih luas bagi perusahaan, meskipun tetap harus mempertimbangkan konsekuensi pembagian kepemilikan dan hak pemegang saham.

Tujuan ketiga adalah meningkatkan reputasi dan kredibilitas perusahaan. Perusahaan yang telah menjadi emiten dituntut untuk memenuhi standar keterbukaan informasi, tata kelola, dan pelaporan sesuai ketentuan pasar modal. Pemenuhan kewajiban tersebut dapat meningkatkan kepercayaan berbagai pihak, seperti pelanggan, pemasok, lembaga keuangan, mitra usaha, dan calon investor. Namun, status sebagai perusahaan terbuka tidak secara otomatis menjamin bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik. Kredibilitas tetap harus dibuktikan melalui kinerja dan kepatuhan yang konsisten.

Tujuan keempat adalah menyediakan sarana likuiditas bagi pemegang saham awal. Sebelum IPO, saham perusahaan tertutup umumnya tidak mudah diperjualbelikan karena kepemilikannya terbatas dan tidak tersedia pasar perdagangan yang luas. Setelah saham dicatatkan di bursa, pemegang saham lama memiliki peluang untuk menjual sebagian kepemilikannya sesuai ketentuan yang berlaku. Akan tetapi, IPO tidak selalu berarti seluruh saham milik pendiri atau pemegang saham lama langsung dapat dijual kepada publik. Penawaran dapat terdiri atas saham baru, saham lama, atau kombinasi keduanya.

Tujuan kelima adalah mendukung keberlanjutan dan pertumbuhan perusahaan. IPO dapat menjadi bagian dari strategi jangka panjang untuk memperkuat posisi perusahaan dalam industri. Dengan status sebagai perusahaan terbuka, perusahaan memiliki kesempatan untuk membangun hubungan yang lebih luas dengan investor dan memanfaatkan pasar modal sebagai salah satu sumber pendanaan pada masa mendatang.

Perbedaan IPO dan Penawaran Saham di Pasar Sekunder

IPO perlu dibedakan dari transaksi saham yang berlangsung setelah saham perusahaan tercatat di bursa. IPO merupakan penawaran saham perdana kepada masyarakat, sedangkan perdagangan di pasar sekunder merupakan transaksi jual beli saham yang telah tercatat antara investor satu dengan investor lainnya.

Perbedaan tersebut penting karena pihak yang menerima dana dan tujuan transaksinya tidak selalu sama. Dalam IPO yang menerbitkan saham baru, dana hasil penawaran pada prinsipnya diterima oleh perusahaan setelah memperhitungkan biaya yang

terkait. Sebaliknya, dalam perdagangan di pasar sekunder, pembayaran saham diterima oleh investor yang menjual sahamnya, bukan oleh perusahaan penerbit.

Aspek	IPO (Pasar Perdana)	Pasar Sekunder
Pengertian	Penawaran saham kepada publik untuk pertama kalinya	Perdagangan saham yang telah tercatat di bursa
Pihak yang menawarkan	Perusahaan atau pemegang saham yang menjual saham dalam penawaran umum	Investor yang telah memiliki saham
Penerima dana	Perusahaan untuk saham baru; pemegang saham penjual untuk saham lama	Investor yang menjual saham
Penentuan harga	Melalui mekanisme penawaran dan penetapan harga IPO	Terbentuk melalui interaksi permintaan dan penawaran di pasar
Tujuan utama	Menghimpun modal dan/atau memberikan kesempatan penjualan saham kepada pemegang saham lama	Memfasilitasi perpindahan kepemilikan saham
Mekanisme transaksi	Mengikuti prosedur penawaran umum	Mengikuti mekanisme perdagangan bursa

Dengan demikian, IPO merupakan peristiwa korporasi yang memiliki karakteristik berbeda dari aktivitas perdagangan saham sehari-hari. Pembahasan mengenai mekanisme jual beli saham setelah pencatatan lebih tepat ditempatkan pada bab yang membahas dasar-dasar perdagangan dan investasi.

Perkembangan IPO dalam Pasar Modal Modern

Perkembangan pasar modal telah membawa perubahan pada mekanisme pelaksanaan IPO. Pada tahap awal, proses penawaran umum lebih banyak mengandalkan interaksi langsung antara perusahaan, penjamin emisi, dan calon investor institusional. Seiring perkembangan teknologi informasi, proses penyampaian dokumen, penyebaran informasi, pemesanan saham, dan pemantauan penawaran semakin didukung oleh sistem elektronik.

Perkembangan tersebut membuat proses IPO menjadi lebih terstruktur dan memungkinkan informasi penawaran diakses oleh lebih banyak calon investor. Di Indonesia, pemanfaatan sistem e-IPO menjadi salah satu bentuk digitalisasi proses penawaran umum saham. Sistem ini mendukung penyampaian informasi dan pemesanan saham secara elektronik sesuai ketentuan yang berlaku.

Selain digitalisasi, perkembangan IPO juga ditandai oleh semakin besarnya perhatian terhadap kualitas keterbukaan informasi. Calon investor tidak hanya membutuhkan informasi mengenai jumlah saham dan harga penawaran, tetapi juga informasi tentang kegiatan usaha, risiko, struktur kepemilikan, penggunaan dana, kondisi keuangan, serta faktor-faktor yang dapat memengaruhi keberlangsungan perusahaan.

Penelitian Crain, Parrino, dan Srinivasan (2021) menunjukkan bahwa isi prospektus memiliki peran penting dalam proses pembentukan harga IPO, terutama ketika tingkat ketidakpastian perusahaan relatif tinggi. Informasi yang disampaikan dalam prospektus



membantu investor dan penjamin emisi memahami karakteristik perusahaan serta menilai risiko yang melekat pada penawaran saham tersebut. Temuan ini memperlihatkan bahwa perkembangan IPO modern tidak hanya ditentukan oleh kemajuan teknologi, tetapi juga oleh kualitas informasi yang tersedia bagi pasar.

Pada tingkat internasional, mekanisme penetapan harga IPO juga terus berkembang. Huibers (2020) membahas perbandingan mekanisme lelang dan bookbuilding dalam proses penawaran umum. Sementara itu, Hiraki dan Ito (2023) menunjukkan bahwa proses bookbuilding dapat melibatkan penyesuaian harga dalam beberapa tahap berdasarkan informasi fundamental dan respons investor. Hal ini menunjukkan bahwa penentuan harga IPO merupakan proses yang dinamis dan dipengaruhi oleh informasi serta kondisi pasar.

Perkembangan IPO di Indonesia juga memperlihatkan bahwa perusahaan dari berbagai sektor semakin memanfaatkan pasar modal sebagai sumber pendanaan. Namun, keputusan untuk menjadi perusahaan terbuka tetap harus mempertimbangkan kesiapan organisasi, kualitas tata kelola, kemampuan memenuhi kewajiban keterbukaan informasi, dan kondisi pasar modal.

16.2 ALASAN PERUSAHAAN MELAKUKAN IPO

Keputusan untuk melakukan IPO merupakan keputusan strategis yang dapat memengaruhi arah perkembangan perusahaan dalam jangka panjang. Perusahaan tidak seharusnya melakukan IPO hanya karena terdapat peluang untuk memperoleh dana dari pasar modal. Keputusan tersebut perlu didasarkan pada kebutuhan pendanaan, kesiapan internal, prospek usaha, kondisi industri, serta kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban sebagai emiten. Secara umum, alasan perusahaan melakukan IPO dapat dikelompokkan menjadi faktor pendanaan, pengembangan usaha, struktur kepemilikan, reputasi, dan strategi perusahaan.

Memperoleh Tambahan Modal untuk Ekspansi

Salah satu alasan utama perusahaan melakukan IPO adalah memperoleh tambahan modal untuk membiayai ekspansi. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan sering menghadapi kebutuhan investasi yang lebih besar dibandingkan kemampuan pendanaan internalnya. Laba ditahan mungkin belum mencukupi untuk membiayai pembangunan fasilitas produksi, pembukaan cabang, pengembangan teknologi, atau perluasan pasar.

Melalui IPO, perusahaan dapat menghimpun dana dari masyarakat dengan menerbitkan saham baru. Dana tersebut dapat digunakan untuk meningkatkan kapasitas operasional, memperluas distribusi, memperkuat infrastruktur, dan mengembangkan produk. Dengan demikian, IPO dapat membantu perusahaan mempercepat pelaksanaan rencana bisnis yang sebelumnya sulit diwujudkan hanya dengan mengandalkan modal internal.

Sebagai contoh, sebuah perusahaan teknologi yang mengembangkan layanan berbasis digital mungkin membutuhkan dana besar untuk membangun pusat data, meningkatkan kapasitas server, merekrut tenaga ahli, dan memperluas jangkauan layanan. Apabila perusahaan memiliki prospek pertumbuhan dan kesiapan untuk menjadi emiten, IPO dapat menjadi salah satu alternatif pendanaan untuk mendukung kebutuhan tersebut.



Meskipun demikian, keberhasilan penghimpunan dana tidak otomatis menjamin keberhasilan ekspansi. Perusahaan tetap harus memastikan bahwa dana IPO digunakan sesuai rencana penggunaan dana yang disampaikan kepada investor. Ketidaksesuaian antara penggunaan dana dan tujuan yang dijanjikan dapat memengaruhi kepercayaan pasar.

Mengurangi Ketergantungan terhadap Pembiayaan Utang

Perusahaan dapat menggunakan pinjaman bank, penerbitan obligasi, atau fasilitas kredit lainnya untuk memenuhi kebutuhan pendanaan. Namun, pembiayaan berbasis utang menimbulkan kewajiban pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Jika jumlah utang terlalu besar dibandingkan kemampuan perusahaan menghasilkan arus kas, kondisi tersebut dapat meningkatkan tekanan keuangan.

IPO melalui penerbitan saham baru dapat menjadi alternatif untuk memperoleh pendanaan berbasis ekuitas. Berbeda dengan pinjaman, modal saham tidak memiliki kewajiban pembayaran kembali dalam bentuk pokok dan bunga secara periodik. Perusahaan dapat memanfaatkan tambahan ekuitas untuk memperkuat struktur permodalan dan mengurangi ketergantungan terhadap kreditur.

Namun, pembiayaan melalui saham juga memiliki konsekuensi. Pemegang saham baru memperoleh hak kepemilikan sesuai jumlah saham yang dimiliki, termasuk hak ekonomi dan hak suara berdasarkan ketentuan yang berlaku. Oleh karena itu, perusahaan perlu mempertimbangkan keseimbangan antara manfaat penambahan modal dan konsekuensi perubahan struktur kepemilikan.

Meningkatkan Reputasi dan Kepercayaan Publik

Perusahaan yang melakukan IPO harus memenuhi berbagai kewajiban sebagai perusahaan terbuka, antara lain menyampaikan informasi material, menyusun laporan berkala, serta menjalankan prinsip tata kelola perusahaan yang baik. Kewajiban tersebut mendorong perusahaan untuk memiliki sistem administrasi, pengendalian internal, dan pelaporan yang lebih terstruktur.

Peningkatan keterbukaan informasi dapat membantu perusahaan membangun reputasi di hadapan investor dan pemangku kepentingan lainnya. Perusahaan yang secara konsisten menyampaikan informasi secara transparan berpotensi memperoleh tingkat kepercayaan yang lebih baik dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki sistem pelaporan memadai. Namun, reputasi perusahaan terbuka tidak hanya ditentukan oleh keberhasilan menyelesaikan proses IPO. Reputasi tersebut harus dipertahankan melalui kepatuhan terhadap regulasi, konsistensi kinerja, kualitas komunikasi dengan investor, dan tanggung jawab perusahaan terhadap pemegang saham.

Memberikan Likuiditas kepada Pemegang Saham Awal

Pada perusahaan tertutup, pemegang saham awal dapat menghadapi keterbatasan ketika ingin mengalihkan kepemilikannya. Saham perusahaan yang belum tercatat di bursa tidak memiliki mekanisme perdagangan publik yang terorganisasi seperti saham emiten. Melalui IPO, sebagian saham perusahaan dapat ditawarkan kepada masyarakat dan selanjutnya dicatatkan di bursa. Kondisi tersebut menciptakan peluang bagi pemegang saham awal untuk memperoleh likuiditas melalui penjualan saham sesuai ketentuan yang berlaku.



Dalam praktiknya, perusahaan dapat menawarkan saham baru untuk memperoleh dana bagi perusahaan, saham lama milik pemegang saham tertentu, atau kombinasi keduanya. Apabila penawaran terdiri atas saham lama, dana hasil penjualan pada prinsipnya diterima oleh pemegang saham yang menjual saham tersebut. Sebaliknya, apabila perusahaan menerbitkan saham baru, dana hasil penawaran digunakan untuk kepentingan perusahaan sesuai rencana yang telah diungkapkan.

Memperluas Akses terhadap Sumber Pendanaan pada Masa Mendatang

Status sebagai perusahaan terbuka dapat memperluas pilihan pendanaan perusahaan. Setelah tercatat di bursa dan memiliki rekam jejak sebagai emiten, perusahaan berpotensi memiliki akses yang lebih luas terhadap investor publik maupun institusional. Perusahaan dapat mempertimbangkan aksi korporasi berikutnya sesuai kebutuhan dan ketentuan yang berlaku, misalnya penerbitan saham tambahan, penerbitan instrumen utang, atau aksi korporasi lainnya. Akan tetapi, akses tersebut tidak bersifat otomatis. Kemampuan memperoleh pendanaan lanjutan tetap dipengaruhi oleh kondisi keuangan, reputasi, prospek usaha, tata kelola, dan kondisi pasar modal.

Meningkatkan Daya Saing dan Posisi Strategis Perusahaan

IPO dapat menjadi bagian dari strategi perusahaan untuk memperkuat daya saing. Tambahan modal memungkinkan perusahaan mengembangkan teknologi, meningkatkan kualitas produk, memperluas jaringan distribusi, serta memperkuat kemampuan menghadapi persaingan industri. Selain itu, perusahaan terbuka dapat memperoleh perhatian lebih luas dari pelaku industri, mitra bisnis, dan investor. Keterbukaan informasi juga dapat mendorong manajemen untuk memperbaiki proses pengambilan keputusan dan meningkatkan akuntabilitas.

Walaupun demikian, status perusahaan terbuka juga membawa tuntutan yang lebih besar. Manajemen harus mampu menyeimbangkan kepentingan pertumbuhan usaha, kepentingan pemegang saham, kepatuhan regulasi, dan keberlanjutan perusahaan.

Faktor yang Perlu Dipertimbangkan Sebelum Melakukan IPO

Tidak semua perusahaan yang membutuhkan dana harus melakukan IPO. Terdapat sejumlah faktor yang perlu dipertimbangkan sebelum perusahaan mengambil keputusan tersebut.

Faktor Pertimbangan	Penjelasan
Kebutuhan modal	Perusahaan perlu memiliki tujuan penghimpunan dana yang jelas dan terukur.
Kesiapan keuangan	Perusahaan harus memiliki pencatatan dan pelaporan keuangan yang memadai serta dapat diperiksa sesuai ketentuan.
Kesiapan tata Kelola	Perusahaan perlu membangun struktur pengawasan, pengendalian internal, dan mekanisme pertanggungjawaban.
Keterbukaan informasi	Perusahaan harus siap menyampaikan informasi material kepada publik secara berkala dan tepat waktu.
Struktur kepemilikan	Pemegang saham lama perlu memahami potensi dilusi dan perubahan komposisi kepemilikan.

Biaya IPO	Perusahaan perlu memperhitungkan biaya penjamin emisi, profesi penunjang, administrasi, dan kewajiban sebagai emiten.
Kondisi pasar	Minat investor dan kondisi pasar modal dapat memengaruhi keberhasilan penawaran.
Kesiapan manajemen	Manajemen harus mampu menjalankan perusahaan dengan tingkat akuntabilitas yang lebih tinggi.

Berdasarkan faktor-faktor tersebut, IPO sebaiknya dipandang sebagai keputusan strategis jangka panjang, bukan sekadar cara memperoleh dana dalam waktu singkat. Perusahaan perlu memastikan bahwa manfaat yang diharapkan sebanding dengan biaya, kewajiban, dan risiko yang timbul setelah menjadi perusahaan terbuka.

Persiapan dan Tahapan Perusahaan Menuju IPO

Pelaksanaan IPO membutuhkan persiapan yang panjang dan melibatkan berbagai pihak. Perusahaan tidak dapat langsung menawarkan saham kepada masyarakat tanpa memenuhi persyaratan administratif, hukum, keuangan, dan operasional. Persiapan tersebut diperlukan untuk memastikan bahwa informasi yang disampaikan kepada calon investor dapat dipertanggungjawabkan serta perusahaan memiliki kesiapan untuk menjalankan kewajibannya sebagai emiten.

Dalam konteks Indonesia, proses penawaran umum dan pencatatan saham mengikuti ketentuan pasar modal yang berlaku, termasuk ketentuan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI). Mekanisme teknis dapat berubah mengikuti perkembangan regulasi, sehingga perusahaan harus merujuk pada ketentuan terbaru ketika mempersiapkan IPO.

Evaluasi Kesiapan Perusahaan

Tahap awal yang dilakukan perusahaan adalah mengevaluasi kesiapan untuk menjadi perusahaan terbuka. Evaluasi ini mencakup kondisi keuangan, kegiatan operasional, struktur organisasi, kepemilikan saham, legalitas usaha, dan tata kelola perusahaan. Dari sisi keuangan, perusahaan perlu memastikan bahwa laporan keuangannya disusun secara konsisten, didukung oleh bukti transaksi yang memadai, dan memenuhi standar akuntansi yang berlaku. Informasi keuangan harus mampu menggambarkan kondisi perusahaan secara wajar sehingga dapat digunakan sebagai dasar penilaian oleh calon investor.

Dari sisi hukum, perusahaan perlu memastikan bahwa dokumen pendirian, perizinan, kontrak, kepemilikan aset, dan hubungan hukum lainnya telah ditata dengan baik. Permasalahan hukum yang belum terselesaikan dapat menjadi hambatan dalam proses penawaran umum karena berpotensi menimbulkan ketidakpastian bagi calon investor.

Sementara itu, dari sisi organisasi, perusahaan perlu menilai apakah struktur manajemen dan pengawasan telah sesuai dengan kebutuhan perusahaan terbuka. Perusahaan juga perlu mempersiapkan sumber daya manusia yang bertanggung jawab terhadap pelaporan, keterbukaan informasi, hubungan investor, dan kepatuhan terhadap regulasi.

Menunjuk Penjamin Emisi Efek dan Profesi Penunjang

Setelah melakukan evaluasi awal, perusahaan dapat menunjuk pihak-pihak profesional yang mendukung pelaksanaan IPO. Salah satu pihak penting adalah penjamin emisi efek atau



underwriter. Penjamin emisi membantu perusahaan mempersiapkan penawaran saham, mengoordinasikan proses dengan pihak terkait, melakukan analisis terhadap minat investor, serta membantu proses pembentukan harga dan distribusi saham.

Selain penjamin emisi, perusahaan juga memerlukan dukungan profesi penunjang pasar modal sesuai kebutuhan dan ketentuan yang berlaku. Pihak-pihak tersebut antara lain:

1. Akuntan publik, yang bertugas melakukan audit atas laporan keuangan perusahaan sesuai standar audit yang berlaku.
2. Konsultan hukum, yang membantu melakukan pemeriksaan aspek hukum perusahaan dan menyiapkan pendapat hukum.
3. Notaris, yang membantu penyusunan dan penyesuaian akta serta dokumen korporasi yang diperlukan.
4. Penilai, apabila diperlukan untuk melakukan penilaian terhadap aset atau objek tertentu.
5. Biro Administrasi Efek (BAE), yang dapat membantu administrasi pencatatan dan pengelolaan data pemegang saham sesuai penunjukannya.

Keterlibatan para profesional tersebut bertujuan memastikan bahwa proses IPO berjalan sesuai ketentuan dan informasi yang disampaikan kepada publik telah melalui pemeriksaan yang diperlukan.

Melakukan Due Diligence

Due diligence merupakan proses pemeriksaan secara menyeluruh terhadap kondisi perusahaan sebelum penawaran umum dilakukan. Pemeriksaan ini bertujuan mengidentifikasi risiko, memastikan keakuratan informasi, dan menilai kesiapan perusahaan dalam memenuhi persyaratan IPO.

Pemeriksaan dapat mencakup beberapa aspek. Pertama, pemeriksaan keuangan, yaitu penelaahan terhadap laporan keuangan, kewajiban, arus kas, aset, dan transaksi material. Kedua, pemeriksaan hukum, yaitu penelaahan terhadap dokumen pendirian, perizinan, kontrak, perkara hukum, serta kepemilikan aset. Ketiga, pemeriksaan operasional, yaitu penilaian terhadap kegiatan usaha, proses produksi, sistem informasi, sumber daya manusia, dan ketergantungan terhadap pemasok atau pelanggan tertentu.

Hasil due diligence menjadi salah satu dasar bagi perusahaan dan penjamin emisi untuk menyiapkan dokumen penawaran umum. Jika ditemukan permasalahan, perusahaan perlu melakukan perbaikan atau mengungkapkan risiko tersebut secara tepat dalam dokumen yang relevan.

Penelitian Crain, Parrino, dan Srinivasan (2021) menekankan pentingnya hubungan antara pemeriksaan perusahaan dan isi prospektus dalam proses penetapan harga IPO. Ketika perusahaan menghadapi tingkat ketidakpastian yang tinggi, informasi yang lebih lengkap dan proses pemeriksaan yang memadai dapat membantu pihak-pihak yang terlibat memahami risiko penawaran.

Menyiapkan Dokumen dan Pernyataan Pendaftaran

Perusahaan yang akan melakukan IPO perlu menyiapkan dokumen sesuai ketentuan penawaran umum. Dokumen tersebut antara lain mencakup informasi mengenai profil



perusahaan, kegiatan usaha, struktur kepemilikan, manajemen, laporan keuangan, penggunaan dana, faktor risiko, serta informasi material lainnya.

Salah satu dokumen utama dalam proses IPO adalah prospektus. Prospektus menjadi sarana penyampaian informasi kepada calon investor agar mereka dapat memahami karakteristik perusahaan dan penawaran saham yang dilakukan. Dalam konteks Indonesia, perusahaan juga perlu mengikuti prosedur penyampaian pernyataan pendaftaran kepada OJK sesuai ketentuan yang berlaku. OJK melakukan penelaahan berdasarkan kewenangan dan prosedur yang ditetapkan. Pernyataan pendaftaran yang telah efektif merupakan salah satu tahapan penting sebelum penawaran umum dapat dilaksanakan.

Perlu dipahami bahwa efektivitas pernyataan pendaftaran bukan merupakan jaminan bahwa investasi pada saham tersebut akan menghasilkan keuntungan. Keputusan investasi tetap menjadi tanggung jawab masing-masing investor berdasarkan informasi dan pertimbangan yang dimilikinya.

Pelaksanaan Penawaran Umum

Setelah tahapan persiapan dan persyaratan penawaran umum terpenuhi, perusahaan memasuki tahap pelaksanaan penawaran saham kepada masyarakat. Pada tahap ini, calon investor memperoleh informasi mengenai penawaran, termasuk jumlah saham yang ditawarkan, rentang atau harga penawaran, jadwal, dan mekanisme pemesanan.

Dalam mekanisme bookbuilding, calon investor menyampaikan indikasi minat pada rentang harga yang ditentukan. Informasi tersebut digunakan oleh perusahaan dan penjamin emisi sebagai salah satu dasar untuk mengevaluasi permintaan pasar dan menetapkan harga penawaran akhir. Mekanisme ini akan dibahas lebih lanjut pada subbab berikutnya mengenai peran penjamin emisi dan proses bookbuilding. Di Indonesia, pemesanan saham IPO dapat dilakukan melalui sistem e-IPO sesuai ketentuan yang berlaku. Sistem tersebut mendukung proses penawaran secara elektronik sehingga informasi dan tahapan pemesanan dapat diakses melalui sarana yang disediakan.

Pencatatan Saham di Bursa Efek

Setelah penawaran umum selesai dan seluruh persyaratan pencatatan terpenuhi, saham perusahaan dapat dicatatkan di Bursa Efek Indonesia. Pencatatan ini menandai dimulainya status saham sebagai efek yang dapat diperdagangkan di pasar sekunder melalui mekanisme bursa. Pencatatan saham memberikan akses kepada investor untuk melakukan transaksi sesuai ketentuan perdagangan yang berlaku. Bagi perusahaan, tahap ini menandai dimulainya tanggung jawab sebagai emiten, termasuk kewajiban penyampaian laporan berkala, keterbukaan informasi, dan kepatuhan terhadap ketentuan pasar modal.

Kewajiban Perusahaan Setelah IPO

Tanggung jawab perusahaan tidak berakhir setelah sahamnya tercatat di bursa. Perusahaan harus menjalankan kewajiban sebagai emiten secara berkelanjutan. Kewajiban tersebut antara lain meliputi penyampaian laporan keuangan dan laporan tahunan, pengungkapan informasi atau fakta material, pelaksanaan tata kelola perusahaan, serta pemenuhan ketentuan lain yang ditetapkan regulator dan bursa.



Perusahaan juga perlu menjaga komunikasi dengan investor melalui fungsi hubungan investor (investor relations). Fungsi ini membantu memastikan bahwa informasi perusahaan disampaikan secara konsisten, transparan, dan sesuai ketentuan. Komunikasi yang baik dapat membantu mengurangi kesenjangan informasi antara manajemen dan pemegang saham.

16.4 PROSPEKTUS DAN KETERBUKAAN INFORMASI

Prospektus merupakan dokumen resmi yang memuat informasi penting mengenai perusahaan dan penawaran saham kepada masyarakat. Dokumen ini disusun untuk memberikan gambaran kepada calon investor mengenai kegiatan usaha, kondisi perusahaan, struktur kepemilikan, manajemen, risiko, serta tujuan penggunaan dana hasil penawaran umum.

Dalam proses IPO, prospektus memiliki kedudukan penting karena menjadi salah satu sumber informasi utama bagi calon investor sebelum mengambil keputusan. Melalui dokumen tersebut, calon investor dapat memahami perusahaan yang menawarkan saham, latar belakang penawaran, serta berbagai kondisi yang berpotensi memengaruhi kegiatan usaha perusahaan.

Prospektus tidak seharusnya dipahami sebagai materi promosi yang hanya menonjolkan keunggulan perusahaan. Dokumen ini juga harus mengungkapkan risiko, ketidakpastian, dan informasi material yang dapat memengaruhi keputusan investor. Oleh karena itu, kualitas prospektus ditentukan oleh kelengkapan, relevansi, konsistensi, dan kejelasan informasi yang disajikan.

Crain, Parrino, dan Srinivasan (2021) menemukan bahwa karakteristik dan isi prospektus memiliki hubungan dengan proses penetapan harga IPO. Informasi yang disampaikan dalam prospektus dapat membantu mengurangi ketidakpastian mengenai perusahaan, khususnya ketika investor memiliki keterbatasan informasi tentang kondisi dan prospek emiten. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa prospektus tidak hanya berfungsi sebagai dokumen administratif, tetapi juga sebagai sarana komunikasi antara perusahaan dan calon investor.

Fungsi Prospektus dalam IPO

Prospektus memiliki beberapa fungsi penting dalam proses penawaran umum. Pertama, prospektus berfungsi sebagai sarana keterbukaan informasi. Perusahaan menyampaikan informasi mengenai kegiatan usaha, kondisi keuangan, struktur organisasi, kepemilikan, dan risiko kepada calon investor. Keterbukaan tersebut membantu menciptakan dasar informasi yang lebih seimbang antara perusahaan dan masyarakat.

Kedua, prospektus berfungsi sebagai bahan pertimbangan calon investor. Informasi yang tersedia dapat digunakan untuk memahami karakteristik penawaran dan menilai apakah saham yang ditawarkan sesuai dengan tujuan serta toleransi risiko masing-masing investor. Prospektus menyediakan informasi, tetapi tidak menggantikan kebutuhan investor untuk melakukan penelaahan secara mandiri.

Ketiga, prospektus berfungsi sebagai sarana pertanggungjawaban informasi perusahaan. Informasi yang disampaikan dalam dokumen penawaran harus disusun secara



cermat dan dapat dipertanggungjawabkan. Penyampaian informasi yang tidak benar, menyesatkan, atau menghilangkan fakta material dapat menimbulkan konsekuensi hukum dan merusak kepercayaan pasar.

Keempat, prospektus membantu proses pembentukan harga IPO. Informasi mengenai kondisi perusahaan, risiko usaha, struktur kepemilikan, dan penggunaan dana dapat menjadi bahan pertimbangan bagi penjamin emisi dan calon investor dalam menilai penawaran saham. Dengan demikian, kualitas informasi yang disampaikan dapat memengaruhi persepsi investor terhadap tingkat ketidakpastian IPO.

Informasi yang Terdapat dalam Prospektus

Isi prospektus dapat disesuaikan dengan ketentuan yang berlaku dan karakteristik penawaran. Secara umum, informasi yang perlu diperhatikan dalam prospektus meliputi beberapa bagian berikut.

1. Informasi umum Perusahaan. Bagian ini menjelaskan identitas perusahaan, sejarah pendirian, alamat kantor, kegiatan usaha, struktur organisasi, serta perkembangan perusahaan. Informasi tersebut memberikan gambaran awal mengenai latar belakang dan karakteristik emiten.
2. Kegiatan usaha dan prospek Perusahaan. Bagian ini menjelaskan produk atau jasa yang ditawarkan, segmen pasar, proses operasional, jaringan distribusi, persaingan industri, serta strategi pengembangan usaha. Informasi mengenai prospek perusahaan perlu disampaikan secara wajar dan tidak boleh hanya berupa pernyataan optimistis tanpa dasar yang memadai.
3. Struktur permodalan dan kepemilikan saham. Bagian ini memberikan informasi mengenai modal perusahaan, jumlah saham yang telah diterbitkan, struktur pemegang saham, serta perubahan kepemilikan yang berkaitan dengan penawaran umum. Informasi tersebut membantu calon investor memahami komposisi kepemilikan sebelum dan setelah IPO.
4. Informasi manajemen dan tata Kelola. Prospektus menjelaskan susunan direksi, dewan komisaris, komite, serta pihak-pihak yang memiliki peran dalam pengelolaan dan pengawasan perusahaan. Informasi ini penting karena kualitas pengelolaan perusahaan dapat memengaruhi keberlanjutan kegiatan usaha dan perlindungan kepentingan pemegang saham.
5. Laporan keuangan dan informasi keuangan lainnya. Bagian ini menyajikan informasi keuangan historis yang telah disusun dan diaudit sesuai ketentuan yang berlaku. Informasi keuangan memberikan gambaran mengenai kondisi aset, kewajiban, ekuitas, pendapatan, beban, dan arus kas perusahaan. Dalam konteks subbab ini, laporan keuangan dipahami sebagai bagian dari keterbukaan informasi IPO, bukan sebagai pembahasan mendalam mengenai teknik analisis dan valuasi perusahaan.
6. Faktor Risiko. Faktor risiko menjelaskan berbagai kondisi yang dapat memengaruhi kegiatan usaha dan kemampuan perusahaan mencapai tujuan bisnis. Risiko dapat berasal dari kondisi ekonomi, persaingan, perubahan regulasi, ketergantungan terhadap pemasok, perubahan teknologi, risiko operasional, hingga risiko hukum.



Pengungkapan risiko membantu calon investor memahami bahwa investasi pada saham IPO memiliki ketidakpastian.

7. Rencana penggunaan dana hasil IPO. Bagian ini menjelaskan tujuan penggunaan dana yang diperoleh perusahaan dari penawaran saham. Dana dapat direncanakan untuk ekspansi, belanja modal, pengembangan produk, modal kerja, atau kebutuhan lain sesuai rencana yang diungkapkan. Calon investor perlu memperhatikan apakah rencana penggunaan dana memiliki hubungan yang jelas dengan strategi dan kebutuhan perusahaan.
8. Informasi mengenai penawaran saham. Bagian ini memuat informasi mengenai jumlah saham yang ditawarkan, harga atau rentang harga penawaran, jadwal penawaran, struktur penawaran, serta pihak-pihak yang terlibat dalam pelaksanaan IPO. Informasi ini membantu calon investor memahami karakteristik penawaran yang sedang berlangsung.

Keterbukaan Informasi dan Perlindungan Investor

Keterbukaan informasi merupakan prinsip penting dalam pasar modal. Perusahaan yang melakukan IPO memiliki kewajiban untuk menyampaikan informasi yang benar, jelas, dan tidak menyesatkan sesuai ketentuan yang berlaku. Prinsip tersebut diperlukan karena calon investor tidak selalu memiliki akses langsung terhadap seluruh informasi internal perusahaan. Dalam perusahaan tertutup, sebagian besar informasi perusahaan hanya diketahui oleh pemilik dan pihak internal. Setelah menjadi perusahaan terbuka, informasi material harus disampaikan kepada publik melalui mekanisme yang telah ditentukan. Perubahan ini bertujuan mengurangi kesenjangan informasi (information asymmetry) antara manajemen perusahaan dan investor.

Kesenjangan informasi dapat menimbulkan ketidakpastian dalam proses IPO. Manajemen dan pemegang saham lama umumnya memiliki pemahaman yang lebih mendalam mengenai kondisi perusahaan dibandingkan calon investor. Oleh sebab itu, prospektus dan kewajiban keterbukaan informasi menjadi instrumen untuk membantu calon investor memperoleh informasi yang relevan sebelum mengambil keputusan. Penelitian Crain, Parrino, dan Srinivasan (2021) menunjukkan bahwa pengungkapan informasi dalam prospektus berkaitan dengan proses pembentukan harga, terutama ketika tingkat ketidakpastian perusahaan tinggi. Dengan demikian, informasi yang berkualitas dapat membantu investor dan penjamin emisi memahami karakteristik perusahaan serta risiko yang menyertai penawaran.

Keterbukaan informasi juga harus berlangsung setelah perusahaan menyelesaikan IPO. Emiten perlu menyampaikan laporan berkala dan informasi atau fakta material sesuai ketentuan regulator dan bursa. Dengan demikian, keterbukaan informasi bukan hanya kewajiban pada saat penawaran umum, tetapi merupakan tanggung jawab berkelanjutan perusahaan terbuka.



Hal-Hal yang Perlu Dicermati Investor dalam Membaca Prospektus

Calon investor perlu membaca prospektus secara menyeluruh, bukan hanya memperhatikan harga penawaran atau potensi keuntungan yang dipublikasikan. Beberapa bagian yang perlu dicermati meliputi:

- Tujuan IPO dan penggunaan dana. Investor perlu memahami alasan perusahaan menghimpun dana dan bagaimana dana tersebut akan digunakan.
- Kegiatan usaha dan sumber pendapatan. Investor perlu mengetahui produk, layanan, pelanggan utama, serta faktor yang memengaruhi keberlangsungan usaha.
- Faktor risiko. Bagian ini perlu dibaca secara kritis karena memuat kondisi yang dapat mengganggu operasional dan kinerja perusahaan.
- Struktur kepemilikan. Investor perlu memahami perubahan komposisi pemegang saham sebelum dan sesudah IPO, termasuk potensi dilusi.
- Informasi manajemen. Pengalaman dan tanggung jawab pengelola perusahaan dapat memberikan gambaran mengenai kesiapan organisasi menjalankan usaha sebagai perusahaan terbuka.
- Konsistensi informasi. Informasi dalam prospektus perlu dibaca secara utuh dan dibandingkan antarbagian agar tidak terjadi kesimpulan yang hanya didasarkan pada satu indikator.
- Ketentuan penawaran. Investor perlu memperhatikan jumlah saham yang ditawarkan, jadwal, mekanisme pemesanan, dan ketentuan lain yang berlaku.

Sebagai ilustrasi, sebuah perusahaan manufaktur menawarkan saham kepada publik dengan tujuan membangun pabrik baru. Dalam prospektus, perusahaan menjelaskan kebutuhan dana, lokasi pembangunan, rencana kapasitas produksi, jadwal pelaksanaan, serta risiko keterlambatan proyek. Calon investor tidak cukup hanya melihat bahwa perusahaan berencana meningkatkan kapasitas produksi. Investor juga perlu memahami apakah proyek tersebut memiliki risiko pembengkakan biaya, ketergantungan terhadap bahan baku impor, atau ketidakpastian permintaan pasar.

Ilustrasi tersebut menunjukkan bahwa prospektus perlu dibaca sebagai dokumen informasi yang menyajikan manfaat sekaligus risiko. Semakin baik kemampuan calon investor memahami isi prospektus, semakin kuat dasar informasi yang digunakan dalam mempertimbangkan suatu penawaran IPO.

Peran Prospektus dalam Mengurangi Ketidakpastian IPO

IPO pada dasarnya memiliki tingkat ketidakpastian karena perusahaan sedang memperkenalkan sahamnya kepada publik dan belum memiliki riwayat perdagangan saham di bursa. Calon investor perlu memahami perusahaan, sementara perusahaan dan penjamin emisi perlu memperkirakan tingkat permintaan terhadap saham yang ditawarkan. Prospektus membantu mengurangi sebagian ketidakpastian tersebut dengan menyediakan informasi yang terstruktur. Namun, keberadaan prospektus tidak berarti seluruh risiko dapat dihilangkan. Informasi yang tersedia tetap memiliki keterbatasan, terutama dalam memprediksi kondisi bisnis dan pasar pada masa mendatang.



Dalam penelitian Crain, Parrino, dan Srinivasan (2021), isi prospektus dipelajari dalam kaitannya dengan ketidakpastian dan penetapan harga IPO. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa keterbukaan informasi merupakan bagian penting dari proses pembentukan harga yang lebih informatif. Sementara itu, penelitian Huibers (2020) memperlihatkan bahwa mekanisme penentuan harga IPO juga perlu mempertimbangkan bagaimana informasi dan minat investor dikumpulkan selama proses penawaran.

Dengan demikian, prospektus memiliki peran ganda. Di satu sisi, dokumen tersebut menjadi sarana perusahaan untuk menyampaikan informasi secara resmi. Di sisi lain, prospektus menjadi instrumen bagi calon investor untuk memahami karakteristik perusahaan, menelaah risiko, dan membentuk pertimbangan sebelum berpartisipasi dalam IPO.

Contoh Sederhana Membaca Informasi Prospektus

Untuk memahami penerapan keterbukaan informasi, perhatikan ilustrasi berikut.

Sebuah perusahaan bernama PT Maju Teknologi Tbk berencana melakukan IPO dengan menerbitkan 500 juta saham baru. Dana yang diperoleh akan digunakan untuk membangun fasilitas produksi, mengembangkan teknologi, dan memperkuat modal kerja. Berdasarkan informasi dalam prospektus, calon investor dapat mengidentifikasi beberapa hal berikut.

Informasi Prospektus	Hal yang Perlu Dipahami
Tujuan IPO	Perusahaan membutuhkan dana untuk memperluas kapasitas usaha.
Jumlah saham ditawarkan	Sebanyak 500 juta saham baru ditawarkan kepada publik.
Penggunaan dana	Dana digunakan untuk pembangunan fasilitas, pengembangan teknologi, dan modal kerja.
Risiko usaha	Perusahaan menghadapi risiko keterlambatan pembangunan dan perubahan permintaan pasar.
Struktur kepemilikan	Kepemilikan pemegang saham lama dapat mengalami dilusi setelah penerbitan saham baru.
Kewajiban setelah IPO	Perusahaan harus memenuhi kewajiban pelaporan dan keterbukaan informasi sebagai emiten.

Dari ilustrasi tersebut, calon investor dapat memahami bahwa keputusan perusahaan melakukan IPO memiliki tujuan dan konsekuensi yang perlu dipertimbangkan. Investor juga perlu membedakan antara rencana penggunaan dana dan hasil yang benar-benar dapat dicapai perusahaan. Pembangunan fasilitas produksi, misalnya, belum tentu langsung meningkatkan pendapatan apabila perusahaan menghadapi kendala operasional atau permintaan pasar yang tidak sesuai perkiraan.

Oleh karena itu, prospektus sebaiknya digunakan sebagai dasar untuk memahami penawaran dan risiko, bukan sebagai jaminan bahwa saham yang ditawarkan akan memberikan keuntungan.



16.5 PERAN UNDERWRITER DAN PROSES BOOKBUILDING

Underwriter atau penjamin emisi efek merupakan pihak yang memiliki peran penting dalam pelaksanaan IPO, khususnya dalam membantu perusahaan menawarkan saham kepada masyarakat. Dalam proses tersebut, underwriter menjadi penghubung antara perusahaan penerbit saham dengan calon investor. Perannya tidak terbatas pada kegiatan pemasaran, tetapi juga mencakup koordinasi penawaran, pengumpulan indikasi minat, pemberian masukan mengenai harga penawaran, serta pengaturan distribusi saham sesuai kesepakatan dan ketentuan yang berlaku.

Hubungan antara perusahaan dan underwriter biasanya dibangun melalui perjanjian penjaminan emisi efek. Dalam perjanjian tersebut, ditentukan tanggung jawab masing-masing pihak, jumlah saham yang dijamin, besaran komisi atau imbalan, serta bentuk penjaminan yang disepakati. Bentuk penjaminan dapat memengaruhi tingkat risiko yang ditanggung oleh penjamin emisi.

Secara umum, terdapat dua bentuk penjaminan yang perlu dipahami. Pertama, firm commitment, yaitu kondisi ketika penjamin emisi berkomitmen membeli saham yang ditawarkan sesuai kesepakatan, kemudian menjualnya kepada investor. Dalam mekanisme ini, penjamin emisi menanggung risiko apabila sebagian saham tidak terserap pasar sesuai ketentuan perjanjian. Kedua, best efforts, yaitu penjamin emisi berupaya menjual saham kepada investor, tetapi tidak menjamin seluruh saham akan terserap. Risiko tidak terserapnya saham dalam mekanisme ini lebih banyak berada pada perusahaan penerbit, sesuai ketentuan perjanjian.

Pemilihan bentuk penjaminan perlu mempertimbangkan ukuran penawaran, kondisi pasar, tingkat ketidakpastian perusahaan, dan kemampuan penjamin emisi dalam menanggung risiko. Perusahaan juga perlu memperhatikan pengalaman serta reputasi penjamin emisi karena kualitas pelaksanaan IPO dapat memengaruhi persepsi investor terhadap penawaran tersebut.

Fungsi Penjamin Emisi dalam Pembentukan Harga

Salah satu tugas penting underwriter adalah membantu proses pembentukan harga saham yang akan ditawarkan kepada publik. Penetapan harga IPO tidak dapat dilakukan hanya berdasarkan keinginan perusahaan untuk memperoleh dana sebesar-besarnya. Harga penawaran juga harus mempertimbangkan kondisi pasar, minat investor, karakteristik perusahaan, dan tingkat risiko yang dipersepsikan oleh calon investor.

Penjamin emisi mengumpulkan informasi dari berbagai calon investor, terutama investor institusional, untuk memahami tingkat permintaan terhadap saham yang ditawarkan. Informasi tersebut dapat berupa jumlah saham yang diminati dan kisaran harga yang dianggap layak oleh investor. Hasil pengumpulan informasi kemudian menjadi salah satu pertimbangan dalam menentukan harga penawaran akhir.

Dalam praktiknya, penjamin emisi juga membantu perusahaan memahami kemungkinan respons pasar terhadap penawaran. Apabila minat investor tinggi pada kisaran harga tertentu, perusahaan dan penjamin emisi dapat mempertimbangkan penyesuaian harga



sesuai ketentuan yang berlaku. Sebaliknya, apabila minat investor terbatas, harga penawaran atau strategi distribusi dapat dievaluasi kembali.

Penelitian Huibers (2020) menunjukkan bahwa mekanisme penentuan harga IPO memiliki konsekuensi terhadap kualitas pembentukan harga dan tingkat underpricing. Penelitian tersebut membahas perbandingan pendekatan lelang dan bookbuilding, dengan menekankan bahwa mekanisme yang digunakan perlu mampu mengumpulkan informasi pasar secara memadai sekaligus memperhatikan kepentingan perusahaan dan investor.

Pengertian *Bookbuilding*

Bookbuilding merupakan mekanisme pengumpulan indikasi minat dari calon investor untuk membantu menentukan harga penawaran saham IPO. Dalam mekanisme ini, perusahaan bersama penjamin emisi menetapkan rentang harga awal atau *price range*. Calon investor kemudian menyampaikan indikasi minat, termasuk jumlah saham yang ingin dipesan dan harga yang bersedia mereka bayarkan dalam rentang yang ditentukan.

Informasi tersebut dikumpulkan oleh penjamin emisi untuk membentuk gambaran mengenai permintaan pasar. Proses ini membantu perusahaan mengetahui tingkat ketertarikan investor terhadap saham yang ditawarkan sebelum harga final ditentukan. Berbeda dari penetapan harga yang hanya mengandalkan perkiraan internal perusahaan, bookbuilding memanfaatkan informasi yang berasal dari calon investor. Meskipun demikian, indikasi minat bukan selalu merupakan pesanan final yang tidak dapat berubah. Ketentuan mengenai pemesanan dan alokasi tetap mengikuti prosedur penawaran umum yang berlaku.

Tahapan Proses Bookbuilding

Secara umum, proses bookbuilding dapat dijelaskan melalui tahapan berikut.

- Pertama, penentuan rentang harga awal. Perusahaan dan penjamin emisi menyusun rentang harga indikatif berdasarkan informasi perusahaan, kondisi pasar, serta pertimbangan terhadap minat investor. Rentang ini menjadi acuan bagi calon investor dalam menyampaikan indikasi minat.
- Kedua, pengumpulan indikasi minat. Calon investor menyampaikan jumlah saham yang diminati dan harga yang bersedia dibayarkan. Penjamin emisi mengumpulkan informasi tersebut untuk mengetahui pola permintaan berdasarkan tingkat harga.
- Ketiga, analisis permintaan investor. Penjamin emisi menganalisis jumlah permintaan, konsentrasi pemesanan, dan rentang harga yang memperoleh respons paling kuat. Analisis ini membantu mengidentifikasi tingkat permintaan serta kemungkinan harga yang dapat diterima pasar.
- Keempat, penentuan harga penawaran akhir. Berdasarkan hasil pengumpulan dan analisis indikasi minat, perusahaan bersama penjamin emisi menentukan harga final sesuai ketentuan dan kesepakatan yang berlaku.
- Kelima, proses penawaran dan alokasi saham. Setelah harga final ditentukan, proses penawaran dilanjutkan sesuai jadwal. Saham kemudian dialokasikan kepada investor berdasarkan ketentuan penawaran dan mekanisme distribusi yang berlaku.



Ilustrasi Sederhana Bookbuilding

Misalnya, PT Nusantara Digital Tbk menawarkan 100 juta saham dalam IPO dengan rentang harga indikatif Rp500–Rp600 per saham. Selama periode bookbuilding, penjamin emisi menerima indikasi minat dari sejumlah investor sebagai berikut.

Indikasi Harga	Jumlah Saham yang Diminati
Rp500	20 juta saham
Rp525	25 juta saham
Rp550	35 juta saham
Rp575	30 juta saham
Rp600	15 juta saham
Total indikasi minat	**125 juta saham**

Dari ilustrasi tersebut, total indikasi minat mencapai 125 juta saham, lebih tinggi daripada jumlah saham yang ditawarkan sebesar 100 juta saham. Namun, penjamin emisi tidak cukup hanya melihat total permintaan. Mereka juga perlu memperhatikan distribusi permintaan pada setiap tingkat harga, kualitas dan karakteristik investor, serta ketentuan penawaran.

Apabila harga Rp550 memperoleh minat yang relatif kuat, harga tersebut dapat menjadi salah satu pertimbangan dalam menentukan harga akhir. Akan tetapi, keputusan final tidak otomatis harus menggunakan harga dengan jumlah peminat terbesar. Perusahaan dan penjamin emisi tetap harus mempertimbangkan keseluruhan informasi yang relevan.

Perkembangan Mekanisme Bookbuilding

Mekanisme bookbuilding terus mengalami perkembangan seiring meningkatnya kebutuhan terhadap informasi pasar yang lebih akurat. Hiraki dan Ito (2023), melalui penelitian mengenai IPO di Jepang, membahas adanya dua tahap penyesuaian harga dalam proses bookbuilding. Penyesuaian pertama berkaitan dengan informasi yang diperoleh selama kegiatan pemasaran awal, sedangkan penyesuaian berikutnya mencerminkan informasi tambahan dari respons investor selama proses penawaran.

Temuan tersebut memperlihatkan bahwa pembentukan harga IPO bukan proses yang sepenuhnya statis. Informasi baru dapat muncul selama proses penawaran dan memengaruhi keputusan mengenai harga akhir. Oleh karena itu, kemampuan penjamin emisi dalam mengumpulkan, mengolah, dan menafsirkan informasi permintaan investor menjadi bagian penting dalam pelaksanaan IPO.

Di Indonesia, mekanisme penawaran dapat menggunakan prosedur yang ditetapkan dalam regulasi pasar modal, termasuk ketentuan mengenai penawaran awal dan penawaran umum. Implementasinya perlu selalu merujuk pada ketentuan OJK dan sistem e-IPO yang berlaku pada saat penawaran dilaksanakan.

16.6 PENENTUAN HARGA SAHAM DAN FENOMENA UNDERPRICING

Penentuan harga saham IPO merupakan salah satu keputusan penting dalam proses penawaran umum. Harga yang ditetapkan harus mempertimbangkan kepentingan perusahaan dalam memperoleh dana dan kemampuan investor dalam menerima harga tersebut. Apabila



harga ditetapkan terlalu tinggi, minat investor dapat menurun sehingga saham yang ditawarkan berpotensi tidak terserap secara optimal. Sebaliknya, apabila harga ditetapkan terlalu rendah, perusahaan berpotensi memperoleh dana lebih sedikit dibandingkan jumlah yang mungkin dapat dihimpun pada tingkat harga yang lebih tinggi.

Penentuan harga IPO melibatkan beberapa pertimbangan, seperti kondisi pasar modal, minat investor, karakteristik industri, tingkat ketidakpastian perusahaan, serta hasil komunikasi antara perusahaan dan penjamin emisi. Informasi yang diperoleh selama proses bookbuilding dapat menjadi salah satu dasar dalam menentukan harga penawaran akhir.

Harga IPO juga dipengaruhi oleh kondisi pasar pada saat penawaran. Ketika pasar sedang optimistis dan permintaan terhadap saham relatif tinggi, perusahaan mungkin memiliki ruang untuk menetapkan harga penawaran yang lebih tinggi. Sebaliknya, ketika pasar mengalami tekanan atau investor cenderung menghindari risiko, penentuan harga dapat menjadi lebih konservatif.

Penelitian Hanafi (2021) mengenai pasar saham Indonesia membandingkan metode harga tetap (fixed price) dan bookbuilding. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa metode bookbuilding pada sampel yang diteliti berkaitan dengan tingkat underpricing dan volatilitas setelah pencatatan yang lebih tinggi dibandingkan metode harga tetap. Temuan ini mengingatkan bahwa penggunaan bookbuilding tidak secara otomatis menghasilkan harga IPO yang paling akurat. Efektivitasnya tetap bergantung pada kualitas informasi, proses pengumpulan permintaan, dan pengaturan hubungan antara pihak-pihak yang terlibat.

Faktor-Faktor yang Memengaruhi Harga IPO

Harga penawaran saham IPO dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor yang saling berhubungan. Faktor tersebut tidak selalu memberikan pengaruh yang sama pada setiap perusahaan atau kondisi pasar.

Pertama, kondisi pasar modal. Pergerakan indeks saham, tingkat likuiditas pasar, sentimen investor, dan kondisi ekonomi dapat memengaruhi minat terhadap saham baru. Ketika pasar berada dalam kondisi positif, investor cenderung lebih terbuka terhadap penawaran saham. Namun, optimisme pasar juga dapat mendorong ekspektasi yang terlalu tinggi sehingga harga saham berpotensi mengalami penyesuaian setelah pencatatan.

Kedua, tingkat ketidakpastian perusahaan. Perusahaan yang memiliki model bisnis baru, sejarah operasional terbatas, atau ketergantungan tinggi terhadap teknologi tertentu dapat menghadapi tingkat ketidakpastian yang lebih besar. Ketidakpastian tersebut dapat memengaruhi penilaian investor dan mendorong penjamin emisi mempertimbangkan harga penawaran yang lebih berhati-hati.

Ketiga, permintaan investor. Jumlah dan kualitas indikasi minat selama bookbuilding dapat memberikan gambaran mengenai daya tarik saham yang ditawarkan. Permintaan yang tinggi dapat menjadi pertimbangan dalam penetapan harga, tetapi tidak selalu berarti perusahaan harus menetapkan harga pada tingkat tertinggi dalam rentang penawaran.

Keempat, reputasi penjamin emisi. Penjamin emisi yang memiliki pengalaman dan jaringan investor luas dapat membantu perusahaan menjangkau calon investor serta



mengelola proses penawaran. Akan tetapi, reputasi penjamin emisi bukan jaminan bahwa harga IPO akan selalu tepat atau saham akan memberikan kinerja positif.

Kelima, ukuran dan karakteristik penawaran. Jumlah saham yang ditawarkan, nilai penghimpunan dana, komposisi saham baru dan saham lama, serta struktur kepemilikan dapat memengaruhi persepsi investor terhadap penawaran.

Penelitian Tewu, Eliakim, dan Elisabet (2025) terhadap 215 IPO di Indonesia pada periode 2021–2024 menemukan bahwa ukuran penawaran, harga penawaran, reputasi underwriter, dan ukuran sindikasi memiliki hubungan negatif dengan tingkat underpricing dalam model penelitian mereka, sedangkan kondisi pasar memiliki hubungan positif. Hasil ini menunjukkan bahwa penentuan harga IPO dipengaruhi oleh kombinasi faktor perusahaan, penjamin emisi, dan kondisi pasar. Temuan tersebut perlu dibaca sesuai konteks sampel dan metode penelitian, bukan sebagai aturan yang berlaku untuk semua IPO.

Pengertian *Underpricing*

Underpricing merupakan fenomena ketika harga saham pada saat penawaran perdana ditetapkan lebih rendah dibandingkan harga pasar saham setelah mulai diperdagangkan. Fenomena ini umumnya diamati melalui perbandingan antara harga penawaran IPO dan harga penutupan saham pada hari pertama perdagangan.

Sebagai contoh, suatu perusahaan menawarkan saham kepada publik dengan harga Rp1.000 per saham. Setelah saham mulai diperdagangkan di bursa, harga penutupan pada hari pertama mencapai Rp1.250. Selisih tersebut menunjukkan bahwa harga pasar pada hari pertama lebih tinggi daripada harga penawaran.

Fenomena underpricing sering menjadi perhatian karena dapat memberikan keuntungan awal bagi investor yang memperoleh saham pada harga penawaran, tetapi pada saat yang sama dapat menunjukkan bahwa perusahaan berpotensi menghimpun dana lebih rendah daripada nilai yang mungkin diterima apabila harga penawaran lebih tinggi.

Meskipun demikian, underpricing tidak selalu berarti bahwa perusahaan atau penjamin emisi melakukan kesalahan. Dalam kondisi tertentu, harga penawaran yang lebih rendah dapat digunakan untuk mengakomodasi ketidakpastian, menarik minat investor, dan mengurangi risiko saham tidak terserap pasar. Persoalannya adalah bagaimana menentukan tingkat harga yang wajar dengan mempertimbangkan informasi yang tersedia dan kondisi permintaan.

Pengukuran Tingkat Underpricing

Tingkat underpricing dapat dihitung dengan menggunakan tingkat pengembalian awal atau initial return. Rumus yang umum digunakan adalah:

$$IR = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \times 100\%$$

Keterangan:

- IR = *Initial return* atau tingkat pengembalian awal.
- P_0 = Harga saham pada saat IPO atau harga penawaran perdana.



- $P_1 =$ Harga saham pada hari pertama perdagangan, umumnya menggunakan harga penutupan sesuai definisi penelitian.

Contoh perhitungan:

Sebuah perusahaan menetapkan harga IPO sebesar Rp800 per saham. Pada hari pertama perdagangan, harga penutupan saham mencapai Rp1.000 per saham. Tingkat pengembalian awal dapat dihitung sebagai berikut:

$$IR = \frac{1.000 - 800}{800} \times 100\%$$
$$IR = \mathbf{25}\%$$

Hasil perhitungan tersebut menunjukkan initial return sebesar 25%. Karena harga pasar hari pertama lebih tinggi daripada harga penawaran, IPO tersebut menunjukkan fenomena underpricing sebesar 25% berdasarkan ukuran yang digunakan. Sebaliknya, apabila harga penutupan hari pertama lebih rendah daripada harga penawaran, maka initial return bernilai negatif. Kondisi tersebut sering disebut overpricing dalam konteks pengukuran kinerja hari pertama, yaitu harga penawaran lebih tinggi dibandingkan harga pasar setelah saham mulai diperdagangkan.

Penyebab Terjadinya Underpricing

Terdapat beberapa penjelasan teoritis mengenai terjadinya underpricing. Salah satunya adalah teori asimetri informasi (information asymmetry). Teori ini menjelaskan bahwa pihak-pihak yang terlibat dalam IPO tidak selalu memiliki tingkat informasi yang sama. Manajemen perusahaan dan pemegang saham lama biasanya memiliki informasi internal yang lebih lengkap dibandingkan calon investor. Sementara itu, investor institusional dan penjamin emisi dapat memiliki akses serta kemampuan analisis yang berbeda dari investor ritel.

Ketidakseimbangan informasi tersebut dapat meningkatkan ketidakpastian mengenai kualitas perusahaan dan prospek saham yang ditawarkan. Untuk menarik minat investor dan mengurangi risiko penawaran tidak terserap, harga IPO dapat ditetapkan pada tingkat yang lebih rendah daripada harga yang kemudian terbentuk di pasar.

Penjelasan lain berasal dari teori sinyal (signaling theory). Dalam konteks ini, harga penawaran dan keputusan perusahaan untuk melakukan IPO dapat dipandang sebagai sinyal mengenai karakteristik perusahaan. Perusahaan dapat menggunakan strategi harga tertentu untuk membangun kepercayaan investor dan memperluas partisipasi pasar. Namun, sinyal tersebut perlu didukung oleh informasi dan kinerja yang dapat dipertanggungjawabkan.

Selain itu, teori agency menjelaskan kemungkinan adanya perbedaan kepentingan antara perusahaan, penjamin emisi, dan investor. Setiap pihak dapat memiliki tujuan yang berbeda dalam proses penawaran. Oleh sebab itu, mekanisme penawaran perlu dirancang agar proses pengumpulan informasi dan pembentukan harga berlangsung secara transparan. Oktananda dan Gantyowati (2024), melalui tinjauan sistematis terhadap penelitian underpricing di Indonesia periode 2014–2023, mengidentifikasi teori sinyal, asimetri informasi, dan teori keagenan sebagai tiga pendekatan yang sering digunakan dalam penelitian



tersebut. Mereka juga menunjukkan bahwa hasil penelitian mengenai faktor-faktor penyebab underpricing masih beragam.

Dampak Underpricing bagi Perusahaan dan Investor

Dampak underpricing dapat berbeda antara perusahaan penerbit dan investor yang memperoleh saham pada saat penawaran perdana. Bagi perusahaan, underpricing dapat menyebabkan dana yang dihimpun lebih rendah dibandingkan jumlah yang mungkin diperoleh apabila harga penawaran ditetapkan lebih tinggi. Selisih antara harga penawaran dan harga pasar hari pertama sering disebut sebagai *money left on the table.* Istilah ini menggambarkan potensi dana yang tidak diperoleh perusahaan karena saham ditawarkan pada harga lebih rendah daripada harga yang kemudian terbentuk di pasar.

Bagi investor yang memperoleh alokasi saham pada harga IPO, underpricing dapat menghasilkan keuntungan awal apabila harga pasar meningkat setelah pencatatan. Akan tetapi, keuntungan tersebut belum tentu bertahan dalam jangka panjang. Harga saham dapat berubah akibat kinerja perusahaan, kondisi industri, sentimen pasar, dan faktor eksternal lainnya.

Bagi pasar modal, *underpricing* dapat meningkatkan daya tarik IPO karena investor melihat adanya peluang memperoleh keuntungan awal. Namun, apabila tingkat underpricing terlalu tinggi dan berlangsung secara luas, hal tersebut dapat menunjukkan adanya persoalan dalam proses pembentukan harga atau ketidakseimbangan informasi antara pihak-pihak yang terlibat.

***Underpricing* dan *Overpricing*: Dua Kemungkinan Hasil IPO**

Tidak semua IPO mengalami underpricing. Dalam kondisi tertentu, harga saham setelah pencatatan justru lebih rendah daripada harga penawaran. Kondisi ini dapat disebut overpricing dalam pengukuran berdasarkan perbandingan harga hari pertama.

Aspek	Underpricing	Overpricing
Perbandingan harga	Harga pasar hari pertama lebih tinggi daripada harga IPO	Harga pasar hari pertama lebih rendah daripada harga IPO
Initial return	Positif	Negatif
Dampak bagi investor penerima alokasi IPO	Berpotensi memperoleh keuntungan awal	Berpotensi mengalami kerugian awal
Dampak bagi perusahaan	Berpotensi menghimpun dana lebih rendah dari kemungkinan harga pasar	Harga penawaran lebih tinggi, tetapi dapat menimbulkan respons pasar yang negatif
Faktor yang mungkin berperan	Permintaan tinggi, ketidakpastian, strategi penetapan harga	Ekspektasi terlalu tinggi, permintaan lemah, atau perubahan kondisi pasar

Penelitian Rossovski, Lucey, dan Helbing (2025) menunjukkan bahwa fenomena overpricing juga perlu diperhatikan dalam studi IPO. Dengan demikian, evaluasi terhadap keberhasilan penawaran tidak cukup hanya melihat apakah saham mengalami kenaikan pada hari pertama.



Penilaian juga perlu mempertimbangkan apakah harga penawaran mencerminkan kondisi perusahaan dan dapat diterima pasar.

16.7 KINERJA SAHAM SETELAH IPO

Kinerja saham setelah IPO merupakan gambaran mengenai perubahan harga dan tingkat pengembalian saham setelah perusahaan menyelesaikan penawaran umum dan saham mulai diperdagangkan di bursa. Kinerja ini dapat diamati dalam berbagai rentang waktu, mulai dari hari pertama perdagangan, beberapa minggu, beberapa bulan, hingga beberapa tahun setelah pencatatan.

Kinerja saham setelah IPO penting untuk dipahami karena harga yang terbentuk pada hari pertama belum tentu mencerminkan perkembangan perusahaan dalam jangka panjang. Pada awal perdagangan, harga dapat dipengaruhi oleh tingginya permintaan, ekspektasi investor, keterbatasan informasi, dan aktivitas perdagangan. Dalam periode berikutnya, harga saham dapat semakin dipengaruhi oleh realisasi kinerja operasional, kondisi keuangan, strategi manajemen, serta perubahan lingkungan ekonomi dan industri.

Oleh karena itu, penilaian terhadap kinerja saham IPO perlu membedakan antara kinerja jangka pendek dan jangka panjang. Keduanya memiliki karakteristik dan faktor penentu yang tidak selalu sama.

Kinerja Jangka Pendek Setelah Pencatatan

Kinerja jangka pendek biasanya diamati sejak hari pertama saham diperdagangkan hingga beberapa hari atau minggu setelah IPO. Pada periode ini, harga saham dapat mengalami perubahan yang cukup besar karena pasar sedang membentuk persepsi awal terhadap perusahaan. Beberapa faktor yang dapat memengaruhi kinerja jangka pendek antara lain:

1. Permintaan awal investor. Jumlah investor yang berminat dan besarnya permintaan terhadap saham dapat memengaruhi pergerakan harga pada awal perdagangan.
2. Kondisi pasar secara umum. Pergerakan indeks pasar, sentimen ekonomi, dan kondisi sektor industri dapat memengaruhi minat terhadap saham IPO.
3. Ketersediaan saham untuk diperdagangkan. Komposisi saham yang beredar dan pembatasan penjualan tertentu dapat memengaruhi dinamika pasokan di pasar.
4. Ekspektasi terhadap perusahaan. Harapan investor terhadap pertumbuhan perusahaan dapat mendorong perubahan harga, terutama ketika informasi mengenai perusahaan masih terbatas.
5. Persepsi dan perhatian publik. Pemberitaan dan perhatian pasar dapat memengaruhi intensitas perdagangan, meskipun dampaknya tidak selalu mencerminkan perubahan fundamental perusahaan.

Kinerja jangka pendek perlu ditafsirkan secara hati-hati. Kenaikan harga pada hari pertama tidak selalu menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek jangka panjang yang kuat. Sebaliknya, penurunan harga pada awal perdagangan juga tidak selalu berarti perusahaan tidak memiliki peluang pertumbuhan.



Kinerja Jangka Panjang Setelah IPO

Kinerja jangka panjang menggambarkan perkembangan saham setelah melewati periode awal pencatatan. Pengamatan dapat dilakukan selama enam bulan, satu tahun, dua tahun, atau lebih, bergantung pada tujuan analisis dan ketersediaan data.

Dalam jangka panjang, kinerja saham lebih banyak dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan menjalankan strategi bisnis, mempertahankan pertumbuhan pendapatan, mengelola biaya, menghasilkan arus kas, dan menghadapi persaingan. Perubahan kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, suku bunga, nilai tukar, serta perkembangan teknologi juga dapat memengaruhi kinerja saham.

Sebagian penelitian IPO menemukan adanya kecenderungan long-run underperformance, yaitu kondisi ketika kinerja saham perusahaan setelah IPO dalam jangka panjang lebih rendah daripada tolok ukur pasar atau kelompok pembanding tertentu. Namun, fenomena tersebut tidak terjadi pada seluruh perusahaan dan tidak selalu ditemukan pada setiap periode penelitian.

Karena itu, investor perlu membedakan antara kenaikan harga awal dan kemampuan perusahaan menciptakan nilai secara berkelanjutan. Saham yang mengalami kenaikan tinggi pada hari pertama belum tentu menjadi saham dengan kinerja terbaik dalam jangka panjang.

Pengukuran Kinerja Saham Setelah IPO

Kinerja saham setelah IPO dapat diukur menggunakan beberapa pendekatan. Salah satu ukuran yang sederhana adalah holding period return (HPR), yaitu tingkat pengembalian selama periode kepemilikan tertentu. Rumus HPR adalah:

$$HPR = \frac{P_t - P_0 + D}{P_0} \times 100\%$$

Keterangan:

- P_0 = Harga saham pada awal periode pengamatan.
- P_t = Harga saham pada akhir periode pengamatan.
- D = Dividen yang diterima selama periode pengamatan per saham.

Sebagai ilustrasi, seorang investor memperoleh saham IPO pada harga Rp1.000 per saham. Setelah satu tahun, harga saham tersebut menjadi Rp1.200 per saham dan investor menerima dividen sebesar Rp50 per saham.

$$HPR = \frac{\{1.200 - 1.000 + 50\}}{\{1.000\}} \times 100\%$$
$$HPR = \mathbf{25}\%$$

Hasil tersebut menunjukkan tingkat pengembalian sebesar 25% selama periode pengamatan, dengan asumsi tidak memperhitungkan biaya transaksi dan pajak.

Selain HPR, penelitian kinerja saham IPO dapat menggunakan market-adjusted return atau buy-and-hold abnormal return (BHAR). Ukuran tersebut membandingkan hasil investasi saham IPO dengan kinerja indeks pasar atau kelompok perusahaan pembanding selama periode yang

sama. Perbandingan ini diperlukan karena kenaikan atau penurunan harga saham dapat terjadi akibat perubahan pasar secara umum, bukan hanya karena kondisi perusahaan.

Hubungan antara Underpricing dan Kinerja Jangka Panjang

Hubungan antara underpricing dan kinerja jangka panjang merupakan salah satu topik yang banyak diteliti dalam literatur IPO. Secara sederhana, investor yang memperoleh saham pada harga penawaran dapat menikmati keuntungan awal ketika saham mengalami underpricing. Akan tetapi, keuntungan awal tersebut tidak otomatis menunjukkan bahwa saham akan terus memberikan pengembalian positif.

Terdapat beberapa kemungkinan. Pertama, perusahaan dapat mengalami kenaikan harga awal dan mempertahankan kinerja yang baik karena memiliki pertumbuhan usaha yang kuat. Kedua, saham dapat mengalami kenaikan pada hari pertama, tetapi kemudian mengalami penurunan ketika ekspektasi investor tidak sesuai dengan perkembangan aktual perusahaan. Ketiga, saham dapat menunjukkan kinerja awal yang terbatas, tetapi membaik setelah perusahaan berhasil menjalankan strategi bisnisnya.

Dengan demikian, hubungan antara underpricing dan kinerja jangka panjang tidak dapat disimpulkan hanya dari harga hari pertama. Penilaian memerlukan periode pengamatan yang memadai dan pembanding yang relevan.

Penelitian Hanafi (2021) pada pasar saham Indonesia menemukan bahwa metode bookbuilding dalam sampel penelitian berkaitan dengan volatilitas setelah pencatatan yang lebih tinggi dibandingkan metode harga tetap. Namun, penelitian tersebut tidak menemukan hubungan yang konsisten antara underpricing dan kinerja jangka panjang pada IPO dengan metode bookbuilding. Temuan ini memperlihatkan bahwa keuntungan awal dan kinerja jangka panjang merupakan dua hal yang perlu dianalisis secara terpisah.

Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kinerja Saham Setelah IPO

Kinerja saham setelah IPO dapat dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal. Faktor internal berkaitan dengan kondisi dan kemampuan perusahaan dalam menjalankan kegiatan usahanya. Faktor tersebut meliputi kualitas manajemen, pertumbuhan pendapatan, kemampuan menghasilkan laba, pengelolaan arus kas, strategi bisnis, inovasi, serta kemampuan mempertahankan daya saing.

Faktor eksternal berkaitan dengan kondisi di luar perusahaan, seperti pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga, inflasi, perubahan nilai tukar, kebijakan pemerintah, kondisi industri, dan sentimen pasar modal. Faktor eksternal dapat memengaruhi banyak saham secara bersamaan, termasuk saham yang baru melakukan IPO.

Selain itu, karakteristik penawaran juga dapat memengaruhi kinerja saham. Penelitian Tewu, Eliakim, dan Elisabet (2025) menunjukkan bahwa ukuran penawaran, harga penawaran, reputasi penjamin emisi, ukuran sindikasi, dan kondisi pasar memiliki hubungan dengan tingkat underpricing pada sampel IPO Indonesia yang mereka teliti. Faktor-faktor tersebut memberikan konteks untuk memahami kondisi awal saham, meskipun tidak boleh langsung dianggap sebagai penentu tunggal kinerja jangka panjang.

Contoh Perbedaan Kinerja Jangka Pendek dan Jangka Panjang

Perhatikan ilustrasi dua perusahaan yang melakukan IPO pada periode yang sama.



Keterangan	PT Alpha	PT Beta
Harga IPO	Rp1.000	Rp1.000
Harga hari pertama	Rp1.300	Rp1.050
Harga setelah satu tahun	Rp1.100	Rp1.250
Perubahan harga hari pertama	+30%	+5%
Perubahan harga setelah satu tahun dari harga IPO	+10%	+25%

Dari ilustrasi tersebut, PT Alpha menunjukkan kenaikan harga yang lebih tinggi pada hari pertama. Namun, setelah satu tahun, kenaikan harga saham PT Beta lebih besar dibandingkan PT Alpha. Hal ini menunjukkan bahwa kinerja awal tidak selalu sejalan dengan kinerja jangka panjang.

Ilustrasi tersebut hanya menggunakan perubahan harga dan belum memperhitungkan dividen, biaya transaksi, pajak, maupun faktor pasar. Tujuannya adalah memperlihatkan bahwa penilaian saham IPO perlu memperhatikan periode pengamatan yang berbeda.

16.8 RISIKO, PELUANG, DAN PERTIMBANGAN INVESTOR DALAM IPO

Peluang Investasi pada Saham IPO

IPO memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk menjadi pemegang saham perusahaan yang sebelumnya belum tersedia untuk diperdagangkan secara luas di bursa. Bagi investor, kesempatan ini dapat menjadi sarana untuk berpartisipasi dalam pertumbuhan perusahaan sejak tahap awal perusahaan menjadi emiten.

Salah satu peluang yang sering menjadi perhatian adalah kemungkinan memperoleh keuntungan awal ketika saham mengalami underpricing. Jika harga pasar setelah pencatatan lebih tinggi daripada harga penawaran, investor yang memperoleh alokasi saham pada harga IPO berpotensi mendapatkan keuntungan dari selisih harga tersebut.

Selain peluang keuntungan awal, investor juga dapat memperoleh manfaat apabila perusahaan mampu berkembang dalam jangka panjang. Pertumbuhan usaha yang berkelanjutan dapat mendukung peningkatan nilai perusahaan dan berpotensi memberikan manfaat ekonomi bagi pemegang saham melalui kenaikan harga saham maupun pembagian dividen, apabila perusahaan memutuskan untuk membagikannya.

IPO juga dapat memberikan kesempatan diversifikasi kepemilikan saham, terutama ketika perusahaan yang ditawarkan berasal dari sektor usaha yang berbeda dengan portofolio investor. Namun, penambahan saham IPO ke dalam portofolio tetap harus memperhatikan konsentrasi risiko dan kesesuaian dengan tujuan investasi.

Risiko Investasi pada Saham IPO

Di balik peluang tersebut, investasi pada saham IPO memiliki sejumlah risiko yang perlu diperhatikan. Pertama, risiko ketidakpastian harga. Saham yang baru tercatat belum memiliki riwayat perdagangan panjang di bursa. Akibatnya, harga dapat mengalami perubahan yang cukup besar ketika pasar mulai membentuk persepsi terhadap perusahaan. Harga penawaran tidak menjamin bahwa harga pasar akan tetap berada pada tingkat yang sama atau meningkat. Kedua, risiko informasi. Investor mungkin memiliki keterbatasan dalam memahami seluruh



kondisi perusahaan. Walaupun prospektus menyediakan informasi penting, tidak semua risiko masa depan dapat diprediksi secara sempurna. Informasi yang tersedia juga perlu ditafsirkan dengan hati-hati agar tidak menimbulkan kesimpulan yang keliru.

Ketiga, risiko likuiditas. Tidak semua saham IPO memiliki tingkat aktivitas perdagangan yang tinggi. Saham dengan volume perdagangan terbatas dapat lebih sulit diperjualbelikan pada harga yang diharapkan. Kondisi tersebut dapat membuat investor kesulitan ketika ingin menjual sahamnya. Keempat, risiko kinerja perusahaan. Perusahaan mungkin tidak mampu mencapai target pertumbuhan atau penggunaan dana yang direncanakan. Hambatan operasional, persaingan, perubahan teknologi, dan kondisi ekonomi dapat memengaruhi realisasi rencana bisnis.

Kelima, risiko overpricing. Harga penawaran dapat berada di atas harga yang kemudian diterima pasar. Jika hal tersebut terjadi, investor yang memperoleh saham pada saat IPO dapat mengalami kerugian ketika harga pasar turun setelah pencatatan. Keenam, risiko volatilitas pasar. Saham IPO dapat mengalami fluktuasi akibat perubahan sentimen pasar, kebijakan ekonomi, pergerakan suku bunga, atau kondisi geopolitik. Risiko ini tidak selalu berkaitan langsung dengan kinerja perusahaan.

Risiko Oversubscription dan Tidak Mendapatkan Alokasi Saham

Dalam IPO, permintaan saham dapat melebihi jumlah saham yang tersedia. Kondisi ini dikenal sebagai *oversubscription*. Ketika jumlah saham yang dipesan lebih besar daripada jumlah yang ditawarkan, tidak semua investor akan memperoleh saham sesuai jumlah pemesanan.

Oversubscription dapat menunjukkan tingginya minat terhadap suatu penawaran, tetapi tidak boleh langsung diartikan sebagai bukti bahwa saham tersebut memiliki kualitas investasi yang tinggi. Permintaan dapat dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti kondisi pasar, popularitas perusahaan, ekspektasi keuntungan awal, dan strategi pemesanan investor.

Investor juga perlu memahami bahwa pemesanan saham tidak selalu menjamin alokasi penuh. Jumlah saham yang diperoleh dapat lebih kecil daripada jumlah yang dipesan, bergantung pada mekanisme penjatahan dan ketentuan penawaran yang berlaku.

Pertimbangan Investor Sebelum Berpartisipasi dalam IPO

Sebelum berpartisipasi dalam IPO, investor sebaiknya melakukan penelaahan secara mandiri dan tidak hanya mengandalkan popularitas penawaran atau besarnya minat masyarakat. Beberapa pertimbangan yang perlu diperhatikan meliputi:

1. Memahami model bisnis perusahaan. Investor perlu mengetahui bagaimana perusahaan memperoleh pendapatan, siapa pelanggan utamanya, dan apa yang membedakan perusahaan dari pesaing.
2. Menilai tujuan penggunaan dana. Investor perlu memahami apakah dana IPO digunakan untuk mendukung pengembangan usaha yang jelas dan relevan.
3. Mengenali risiko perusahaan. Risiko operasional, hukum, industri, teknologi, dan pendanaan perlu dipahami sebelum mengambil keputusan.

4. Memperhatikan kualitas informasi. Informasi yang disampaikan perusahaan harus dibaca secara menyeluruh dan tidak hanya mengambil bagian yang menonjolkan prospek positif.
5. Memahami kondisi pasar. Kondisi pasar yang sedang optimistis atau pesimistis dapat memengaruhi harga dan volatilitas saham setelah pencatatan.
6. Mempertimbangkan tujuan investasi. Investor perlu menyesuaikan keputusan dengan jangka waktu investasi, kebutuhan likuiditas, dan toleransi risiko.
7. Menghindari keputusan berdasarkan euforia. Tingginya permintaan atau pemberitaan positif tidak selalu menunjukkan bahwa harga penawaran mencerminkan risiko dan prospek perusahaan secara tepat.

Pertimbangan tersebut membantu investor membangun keputusan yang lebih rasional. Investor tidak perlu berpartisipasi dalam setiap IPO yang tersedia. Tidak mengikuti suatu penawaran juga merupakan pilihan yang dapat dipertimbangkan apabila informasi atau tingkat risiko belum sesuai dengan kebutuhan investor.

Peran Diversifikasi dalam Mengelola Risiko IPO

Investasi pada saham IPO sebaiknya tidak dilakukan dengan menempatkan seluruh dana pada satu perusahaan. Perusahaan yang baru tercatat dapat memiliki tingkat ketidakpastian lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang telah lama diperdagangkan dan memiliki rekam jejak pasar yang lebih panjang.

Diversifikasi dapat dilakukan dengan menyebarkan investasi pada beberapa perusahaan, sektor industri, atau jenis aset yang berbeda. Tujuannya adalah mengurangi ketergantungan portofolio terhadap kinerja satu saham tertentu.

Sebagai ilustrasi, investor yang tertarik pada IPO perusahaan teknologi dapat mempertimbangkan untuk tidak mengalokasikan seluruh dana investasinya hanya pada saham tersebut. Sebagian dana dapat ditempatkan pada instrumen atau saham lain yang memiliki karakteristik risiko berbeda, sesuai dengan tujuan dan profil risikonya.

Diversifikasi tidak menghilangkan seluruh risiko investasi. Ketika pasar mengalami penurunan secara luas, beberapa aset dapat mengalami penurunan secara bersamaan. Namun, penyebaran investasi dapat membantu mengurangi dampak apabila satu perusahaan mengalami masalah khusus.

Peran Regulasi dalam Melindungi Investor IPO

Regulasi pasar modal memiliki peran penting dalam menciptakan proses IPO yang teratur, transparan, dan dapat dipertanggungjawabkan. Dalam konteks Indonesia, OJK memiliki kewenangan pengaturan dan pengawasan sektor jasa keuangan, termasuk kegiatan pasar modal. Bursa Efek Indonesia menyelenggarakan perdagangan dan pencatatan efek sesuai ketentuan yang berlaku.

Perlindungan investor dalam IPO antara lain dilakukan melalui persyaratan keterbukaan informasi, kewajiban penyampaian dokumen penawaran, pengaturan kegiatan penjaminan emisi, dan ketentuan mengenai perdagangan saham setelah pencatatan. Ketentuan tersebut bertujuan menyediakan informasi dan mekanisme yang lebih teratur bagi masyarakat.



Namun, regulasi tidak dapat menghilangkan risiko investasi sepenuhnya. Persetujuan atau efektivitas dokumen penawaran sesuai prosedur regulator bukan jaminan bahwa perusahaan akan menghasilkan keuntungan atau bahwa harga saham tidak akan mengalami penurunan. Investor tetap perlu memahami risiko dan mengambil keputusan secara mandiri.



BAB 17
PASAR SAHAM DAN EKONOMI MAKRO

17.1 HUBUNGAN PASAR SAHAM DENGAN KONDISI EKONOMI MAKRO

Pasar saham merupakan salah satu bagian penting dari sistem perekonomian suatu negara. Keberadaan pasar saham memungkinkan perusahaan memperoleh tambahan modal untuk mengembangkan kegiatan usahanya, sedangkan masyarakat memiliki kesempatan untuk berinvestasi dan memperoleh keuntungan melalui kepemilikan saham. Namun, pergerakan pasar saham tidak hanya ditentukan oleh kinerja masing-masing perusahaan. Kondisi perekonomian secara keseluruhan juga memiliki pengaruh besar terhadap perubahan harga saham dan tingkat pengem balian investasi.

Ekonomi makro merupakan cabang ilmu ekonomi yang mempelajari kondisi perekonomian secara menyeluruh, termasuk pertumbuhan ekonomi, inflasi, tingkat suku bunga, pengangguran, nilai tukar, serta kebijakan pemerintah dan bank sentral. Berbagai indikator tersebut dapat memengaruhi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, biaya operasional, daya beli masyarakat, dan keputusan investor dalam menempatkan modalnya.

Hubungan antara ekonomi makro dan pasar saham telah menjadi perhatian berbagai penelitian akademik. Fama (1981), dalam penelitiannya yang berjudul *Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money*, membahas keterkaitan antara imbal hasil saham, aktivitas ekonomi riil, inflasi, dan jumlah uang beredar. Penelitian tersebut menunjukkan pentingnya hubungan antara perkembangan ekonomi riil dan pasar saham. Sementara itu, Chen, Roll, dan Ross (1986) menemukan bahwa sejumlah faktor ekonomi, seperti perubahan produksi industri, inflasi yang diharapkan maupun tidak diharapkan, serta perbedaan tingkat suku bunga, merupakan sumber risiko ekonomi yang relevan dalam menjelaskan imbal hasil saham. Hubungan tersebut memperlihatkan bahwa pasar saham dapat mencerminkan harapan investor terhadap kondisi perekonomian pada masa mendatang. Ketika investor memperkirakan perekonomian akan tumbuh, perusahaan berpotensi meningkatkan penjualan dan keuntungan sehingga saham dapat menjadi lebih menarik. Sebaliknya, ketika muncul kekhawatiran mengenai perlambatan ekonomi, kenaikan biaya produksi, atau ketidakstabilan keuangan, investor dapat mengurangi kepemilikan sahamnya.

Meskipun demikian, hubungan antara kondisi ekonomi dan pasar saham tidak selalu berlangsung secara langsung. Pasar saham umumnya merespons informasi dan ekspektasi mengenai masa depan. Oleh karena itu, harga saham dapat mengalami kenaikan sebelum pertumbuhan ekonomi benar-benar terjadi, atau justru mengalami penurunan ketika kondisi ekonomi yang sebelumnya diperkirakan baik mulai menunjukkan tanda-tanda pelemahan.

17.2 PERTUMBUHAN EKONOMI DAN AKTIVITAS PERUSAHAAN

Pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu indikator utama untuk menilai perkembangan kegiatan ekonomi suatu negara. Pertumbuhan ini biasanya diukur melalui



perubahan *Produk Domestik Bruto* (PDB), yaitu nilai keseluruhan barang dan jasa akhir yang dihasilkan dalam suatu negara selama periode tertentu. Peningkatan PDB menunjukkan bahwa aktivitas ekonomi mengalami perkembangan, meskipun kualitas pertumbuhan juga perlu dilihat melalui faktor lain seperti pemerataan pendapatan dan tingkat pengangguran.

Pertumbuhan ekonomi dapat memberikan pengaruh positif terhadap pasar saham karena meningkatnya kegiatan ekonomi berpotensi meningkatkan permintaan barang dan jasa. Ketika daya beli masyarakat meningkat, perusahaan memiliki peluang untuk memperbesar penjualan, memperluas kegiatan produksi, dan memperoleh keuntungan yang lebih tinggi. Peningkatan prospek keuntungan tersebut dapat mendorong investor untuk membeli saham perusahaan sehingga harga saham berpotensi mengalami kenaikan.

Sebagai contoh, ketika perekonomian Indonesia mengalami pertumbuhan, kebutuhan masyarakat terhadap produk konsumsi, transportasi, layanan keuangan, dan infrastruktur dapat meningkat. Perusahaan yang bergerak dalam sektor-sektor tersebut berpotensi memperoleh manfaat dari peningkatan permintaan. Namun, besarnya manfaat yang diterima setiap perusahaan tetap bergantung pada kemampuan perusahaan dalam mengelola biaya, persaingan, utang, serta strategi bisnisnya.

Penelitian Schwert (1990), yang menganalisis hubungan antara imbal hasil saham dan aktivitas ekonomi selama periode 1889–1988, menunjukkan bahwa pertumbuhan produksi pada masa mendatang memiliki hubungan yang penting dengan variasi imbal hasil saham. Temuan ini memperkuat pandangan bahwa pasar saham dan aktivitas ekonomi riil saling berkaitan. Namun, hubungan tersebut tidak berarti bahwa setiap kenaikan pertumbuhan ekonomi selalu diikuti kenaikan harga seluruh saham.

Investor perlu memperhatikan bahwa pertumbuhan ekonomi dapat memberikan dampak yang berbeda terhadap setiap sektor industri. Perusahaan yang bergerak dalam sektor konsumsi mungkin memperoleh manfaat dari meningkatnya daya beli masyarakat, sedangkan perusahaan yang memiliki ketergantungan tinggi terhadap bahan baku impor dapat menghadapi tekanan apabila pertumbuhan ekonomi disertai kenaikan biaya produksi. Oleh sebab itu, informasi pertumbuhan ekonomi sebaiknya digunakan bersama analisis kondisi industri dan kinerja perusahaan.

Inflasi Dan Pengaruhnya Terhadap Pasar Saham

Inflasi merupakan kondisi ketika harga barang dan jasa secara umum mengalami kenaikan secara terus-menerus dalam suatu periode. Inflasi menyebabkan daya beli uang menurun karena jumlah uang yang sama hanya dapat digunakan untuk membeli barang dan jasa dalam jumlah yang lebih sedikit dibandingkan sebelumnya. Dalam perekonomian, inflasi dapat dipengaruhi oleh peningkatan permintaan, kenaikan biaya produksi, perubahan nilai tukar, maupun gangguan pada pasokan barang dan jasa.

Pengaruh inflasi terhadap pasar saham dapat terjadi melalui beberapa saluran. Pertama, inflasi dapat meningkatkan biaya operasional perusahaan. Ketika harga bahan baku, energi, transportasi, dan upah tenaga kerja meningkat, perusahaan harus mengeluarkan biaya yang lebih besar untuk mempertahankan kegiatan usahanya. Jika perusahaan tidak mampu

menaikkan harga jual produknya secara seimbang, margin keuntungan dapat mengalami penurunan.

Kedua, inflasi dapat memengaruhi daya beli masyarakat. Kenaikan harga barang dan jasa yang tidak diikuti peningkatan pendapatan dapat mengurangi kemampuan masyarakat untuk melakukan konsumsi. Kondisi tersebut berpotensi menurunkan penjualan perusahaan, khususnya perusahaan yang produknya sangat bergantung pada daya beli rumah tangga.

Ketiga, inflasi dapat memengaruhi keputusan investasi melalui perubahan tingkat suku bunga. Ketika inflasi meningkat, bank sentral dapat mengambil kebijakan untuk menaikkan suku bunga guna menjaga stabilitas harga. Kenaikan suku bunga tersebut dapat meningkatkan biaya pinjaman perusahaan dan mengurangi daya tarik sebagian instrumen investasi saham.

Fama (1981) membahas hubungan antara inflasi, aktivitas ekonomi riil, dan imbal hasil saham. Penelitian Chen, Roll, dan Ross (1986) juga memasukkan perubahan inflasi yang diharapkan maupun tidak diharapkan sebagai salah satu faktor ekonomi yang relevan terhadap risiko pasar saham. Temuan-temuan tersebut menunjukkan bahwa inflasi perlu diperhatikan investor karena dapat memengaruhi kondisi perusahaan dan ekspektasi terhadap keuntungan investasi.

Namun, pengaruh inflasi tidak selalu negatif bagi seluruh perusahaan. Perusahaan tertentu mungkin memiliki kemampuan untuk menyesuaikan harga jual produknya ketika biaya meningkat. Perusahaan yang memiliki posisi pasar kuat atau menghasilkan komoditas tertentu juga dapat memiliki karakteristik yang berbeda dalam menghadapi inflasi. Dengan demikian, investor perlu memahami kemampuan masing-masing perusahaan dalam mempertahankan keuntungan ketika terjadi perubahan tingkat harga.

Suku Bunga Dan Kebijakan Moneter

Suku bunga merupakan biaya yang harus dibayarkan oleh peminjam kepada pemberi pinjaman sebagai imbalan atas penggunaan dana. Dalam perekonomian, tingkat suku bunga memiliki peran penting dalam memengaruhi keputusan masyarakat untuk menabung, meminjam, melakukan konsumsi, dan berinvestasi. Perubahan suku bunga juga dapat memengaruhi pergerakan pasar saham karena berkaitan dengan biaya modal perusahaan dan pilihan investasi yang tersedia bagi masyarakat.

Bank sentral menggunakan kebijakan moneter untuk menjaga stabilitas perekonomian, terutama kestabilan nilai mata uang dan tingkat inflasi. Salah satu instrumen yang digunakan adalah pengaturan suku bunga kebijakan. Ketika tekanan inflasi meningkat, bank sentral dapat menaikkan suku bunga untuk mengendalikan permintaan dan menjaga stabilitas harga. Sebaliknya, ketika perekonomian mengalami perlambatan dan tekanan inflasi terkendali, penurunan suku bunga dapat dipertimbangkan untuk mendorong aktivitas ekonomi.

Kenaikan suku bunga dapat memberikan tekanan terhadap pasar saham melalui beberapa mekanisme. Perusahaan yang menggunakan pinjaman untuk membiayai kegiatan operasional atau ekspansi harus menghadapi biaya pendanaan yang lebih tinggi, khususnya ketika pinjamannya menggunakan suku bunga mengambang atau perlu diperpanjang. Peningkatan beban bunga dapat mengurangi laba bersih perusahaan. Selain itu, suku bunga



yang lebih tinggi dapat membuat deposito dan obligasi menjadi relatif lebih menarik dibandingkan saham bagi sebagian investor.

Sebaliknya, penurunan suku bunga dapat mengurangi biaya pinjaman perusahaan dan mendorong aktivitas investasi. Perusahaan berpeluang memperoleh pendanaan dengan biaya lebih rendah untuk memperluas kegiatan usaha. Pada saat yang sama, sebagian investor mungkin beralih mencari potensi imbal hasil yang lebih tinggi melalui pasar saham ketika tingkat imbal hasil instrumen berbunga mengalami penurunan.

Chen, Roll, dan Ross (1986) menemukan bahwa perubahan struktur suku bunga, termasuk selisih antara suku bunga jangka panjang dan jangka pendek, merupakan salah satu faktor ekonomi yang relevan dalam menjelaskan risiko dan imbal hasil saham. Temuan tersebut memperlihatkan bahwa investor tidak cukup hanya memperhatikan tingkat suku bunga saat ini, tetapi juga perlu memahami perubahan ekspektasi terhadap kebijakan moneter dan kondisi pasar keuangan.

Dalam konteks Indonesia, keputusan suku bunga kebijakan Bank Indonesia menjadi salah satu informasi penting yang dapat diperhatikan investor. Akan tetapi, perubahan suku bunga tidak boleh ditafsirkan secara terpisah. Investor juga perlu memperhatikan alasan perubahan tersebut, perkembangan inflasi, kondisi nilai tukar rupiah, serta respons perekonomian secara keseluruhan.

17.3 NILAI TUKAR DAN PENGARUH EKONOMI GLOBAL

Nilai tukar merupakan harga suatu mata uang terhadap mata uang negara lain. Perubahan nilai tukar dapat memengaruhi kegiatan perdagangan internasional, biaya produksi, pendapatan perusahaan, dan keputusan investasi. Bagi Indonesia, perubahan nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat menjadi salah satu indikator yang penting karena sebagian kegiatan ekonomi masih memiliki keterkaitan dengan transaksi internasional.

Pelemahan nilai tukar rupiah dapat memberikan dampak berbeda terhadap perusahaan. Perusahaan yang bergantung pada bahan baku, mesin, atau barang modal impor dapat menghadapi kenaikan biaya ketika rupiah melemah. Apabila perusahaan tidak dapat meneruskan kenaikan biaya tersebut kepada konsumen, keuntungan perusahaan berpotensi mengalami penurunan. Sebaliknya, perusahaan yang memperoleh pendapatan dari ekspor dapat memperoleh keuntungan tertentu karena pendapatan dalam mata uang asing memiliki nilai konversi rupiah yang lebih besar.

Namun, perusahaan eksportir juga dapat menghadapi kenaikan biaya apabila sebagian bahan baku atau kewajibannya menggunakan mata uang asing. Oleh karena itu, dampak perubahan nilai tukar perlu dianalisis berdasarkan struktur pendapatan, biaya, dan utang setiap perusahaan.

Herawati dan Bandi (2019), melalui telaah pustaka terhadap 25 artikel penelitian mengenai variabel makroekonomi dan imbal hasil saham di Indonesia, mengelompokkan faktor makroekonomi ke dalam kondisi ekonomi umum, tingkat bunga dan kebijakan moneter, tingkat harga, serta aktivitas internasional. Dalam pemetaan penelitian tersebut, nilai tukar merupakan variabel yang paling sering dibahas, diikuti inflasi dan tingkat suku bunga. Hasil ini

memperlihatkan bahwa ketiga variabel tersebut memiliki posisi penting dalam penelitian mengenai pasar saham Indonesia.

Selain nilai tukar, pasar saham domestik juga dapat dipengaruhi oleh perkembangan ekonomi global. Perubahan kebijakan suku bunga di negara maju, perlambatan ekonomi mitra dagang, konflik geopolitik, dan perubahan harga komoditas dunia dapat memengaruhi arus modal internasional. Ketika investor global menilai risiko suatu negara meningkat, mereka dapat mengurangi penempatan dana pada aset di negara tersebut dan memindahkannya ke instrumen yang dianggap lebih aman. Perubahan arus modal tersebut dapat memberikan tekanan terhadap nilai tukar dan pasar saham domestik.

Dengan demikian, investor perlu memahami bahwa pasar saham Indonesia tidak berdiri sendiri. Pergerakannya dapat dipengaruhi oleh perkembangan ekonomi internasional, sehingga analisis investasi perlu mempertimbangkan kondisi domestik sekaligus faktor global.

Jumlah Uang Beredar Dan Kebijakan Pemerintah

Jumlah uang beredar merupakan salah satu faktor ekonomi makro yang dapat memengaruhi aktivitas perekonomian dan perkembangan pasar saham. Jumlah uang beredar menggambarkan ketersediaan uang dalam perekonomian yang dapat digunakan masyarakat dan perusahaan untuk melakukan transaksi, konsumsi, serta investasi. Ketika likuiditas dalam perekonomian meningkat, akses terhadap pembiayaan dapat menjadi lebih mudah sehingga mendorong kegiatan ekonomi. Sebaliknya, ketika likuiditas diperketat, aktivitas pinjaman dan pengeluaran dapat mengalami perlambatan. Oleh karena itu, perubahan jumlah uang beredar menjadi salah satu aspek yang perlu diperhatikan dalam memahami hubungan antara kebijakan moneter dan pasar saham.

Salah satu lembaga yang memiliki peran penting dalam mengatur kebijakan moneter adalah bank sentral. Di Amerika Serikat, lembaga tersebut dikenal sebagai Federal Reserve System atau The Fed. Sistem Federal Reserve dibentuk berdasarkan Federal Reserve Act yang ditandatangani oleh Presiden Woodrow Wilson pada tahun 1913. Secara umum, The Fed menjalankan fungsi sebagai bank sentral, mengelola kebijakan moneter, serta melaksanakan pengawasan dan regulasi terhadap lembaga perbankan tertentu. Selain itu, The Fed juga berperan dalam menjaga stabilitas sistem keuangan dan mendukung kelancaran sistem pembayaran di Amerika Serikat.

Kebijakan moneter merupakan tindakan bank sentral dalam memengaruhi kondisi keuangan dan perekonomian melalui pengaturan suku bunga, likuiditas, dan kondisi kredit. Ketika perekonomian mengalami perlambatan, bank sentral dapat menerapkan kebijakan moneter yang lebih longgar untuk mendorong kegiatan ekonomi. Kebijakan tersebut dapat dilakukan melalui penurunan suku bunga kebijakan atau pembelian sekuritas di pasar keuangan. Dengan biaya pinjaman yang lebih rendah, masyarakat dan perusahaan diharapkan lebih terdorong untuk melakukan konsumsi dan investasi. Peningkatan kegiatan ekonomi tersebut pada akhirnya dapat memberikan dukungan terhadap pertumbuhan perusahaan dan pasar saham.

Sebaliknya, ketika inflasi meningkat secara berlebihan, bank sentral dapat menerapkan kebijakan moneter yang lebih ketat. Salah satu caranya adalah dengan menaikkan suku bunga



kebijakan sehingga biaya pinjaman menjadi lebih tinggi. Kondisi ini diharapkan dapat mengurangi tekanan permintaan dan membantu mengendalikan kenaikan harga barang dan jasa. Namun, kebijakan tersebut juga dapat memperlambat kegiatan ekonomi karena masyarakat dan perusahaan cenderung mengurangi pinjaman maupun pengeluaran. Bagi pasar saham, kenaikan suku bunga dapat memberikan tekanan terhadap harga saham karena biaya pendanaan perusahaan meningkat dan instrumen investasi berbunga menjadi relatif lebih menarik.

Pengaruh kebijakan moneter terhadap perekonomian tidak selalu berlangsung secara sederhana. Penurunan suku bunga, misalnya, dapat mengurangi pendapatan bunga yang diterima oleh sebagian pihak yang menempatkan dananya pada instrumen berbunga. Sementara itu, kenaikan suku bunga dapat meningkatkan pendapatan bunga bagi sebagian pemberi pinjaman, tetapi sekaligus menambah beban bagi pihak yang memiliki utang. Dengan demikian, kebijakan moneter dapat memberikan dampak yang berbeda terhadap kelompok masyarakat, perusahaan, dan sektor ekonomi.

Dalam mengukur jumlah uang beredar, para ekonom menggunakan beberapa kategori yang dikenal sebagai agregat moneter. Di Amerika Serikat, M1 secara umum mencakup uang tunai yang beredar dan jenis simpanan yang dapat digunakan secara langsung untuk melakukan pembayaran. M2 mencakup M1 ditambah beberapa jenis simpanan yang relatif mudah dicairkan, seperti tabungan dan deposito tertentu. Sebelumnya, terdapat pula ukuran yang lebih luas, yaitu M3, yang mencakup berbagai instrumen keuangan tambahan. Namun, Federal Reserve telah menghentikan publikasi M3 sebagai ukuran resmi sejak tahun 2006. Oleh karena itu, M1 dan M2 lebih relevan digunakan ketika membahas ukuran agregat moneter yang dipublikasikan oleh The Fed.

Federal Reserve memiliki beberapa instrumen untuk melaksanakan kebijakan moneternya. Salah satunya adalah operasi pasar terbuka atau *open-market operations*, yaitu kegiatan pembelian dan penjualan sekuritas di pasar keuangan. Ketika bank sentral membeli sekuritas, likuiditas dalam sistem keuangan dapat meningkat. Sebaliknya, penjualan sekuritas dapat menyerap likuiditas dari sistem keuangan. Selain itu, The Fed juga menggunakan suku bunga fasilitas pinjaman kepada bank dan pengaturan suku bunga atas saldo cadangan yang disimpan bank di bank sentral. Instrumen-instrumen tersebut digunakan untuk memengaruhi kondisi pasar uang dan arah suku bunga.

Ketentuan cadangan wajib atau *reserve requirements* juga pernah menjadi salah satu instrumen kebijakan moneter yang digunakan oleh Federal Reserve. Ketentuan tersebut mengatur jumlah cadangan tertentu yang harus dipelihara bank berdasarkan kewajiban simpanannya. Namun, sejak Maret 2020, Federal Reserve menetapkan rasio cadangan wajib sebesar nol persen. Oleh karena itu, ketentuan cadangan wajib tidak lagi menjadi instrumen utama dalam pelaksanaan kebijakan moneter The Fed seperti yang digambarkan dalam sejumlah literatur lama.

Federal Reserve memiliki mandat untuk mendukung tercapainya kesempatan kerja yang maksimal dan menjaga stabilitas harga. Kedua tujuan tersebut sering disebut sebagai mandat ganda atau *dual mandate*. Dalam pelaksanaannya, The Fed harus mempertimbangkan



berbagai indikator ekonomi, seperti tingkat inflasi, pengangguran, pertumbuhan ekonomi, dan kondisi pasar keuangan. Keputusan kebijakan yang diambil dapat memengaruhi aktivitas ekonomi domestik maupun pergerakan pasar saham.

Bagi investor, memahami kebijakan Federal Reserve penting karena perubahan suku bunga di Amerika Serikat dapat memengaruhi pasar keuangan global. Ketika The Fed menaikkan suku bunga, sebagian investor internasional mungkin lebih tertarik menempatkan dana pada aset keuangan berdenominasi dolar Amerika Serikat. Perubahan tersebut dapat memengaruhi arus modal ke negara berkembang, termasuk Indonesia. Sebaliknya, penurunan suku bunga Amerika Serikat dapat mengubah preferensi investor global dalam memilih instrumen dan negara tujuan investasi. Meskipun demikian, investor tidak seharusnya menganggap bahwa setiap perubahan kebijakan The Fed dapat digunakan untuk memperoleh keuntungan secara langsung. Keputusan bank sentral sering kali telah diperkirakan oleh pasar sebelum diumumkan secara resmi.

Selain Federal Reserve, investor juga dapat mempelajari kebijakan moneter melalui informasi yang diterbitkan oleh bank sentral lainnya. Dalam konteks Indonesia, Bank Indonesia memiliki peran penting dalam menjaga stabilitas nilai rupiah dan mendukung stabilitas sistem keuangan. Informasi mengenai suku bunga kebijakan, inflasi, nilai tukar, serta perkembangan moneter dapat digunakan investor untuk memahami kondisi ekonomi domestik. Dengan memperhatikan kebijakan bank sentral, investor dapat memperoleh gambaran yang lebih luas mengenai lingkungan ekonomi yang memengaruhi perusahaan dan pasar saham.

17.4 SIKLUS EKONOMI DAN PERGERAKAN PASAR SAHAM

Perekonomian tidak selalu mengalami pertumbuhan dengan kecepatan yang sama. Dalam perkembangannya, kegiatan ekonomi dapat melalui periode ekspansi, perlambatan, kontraksi, dan pemulihan. Perubahan tersebut dikenal sebagai siklus ekonomi atau siklus bisnis. Setiap tahap memiliki karakteristik yang berbeda dan dapat memengaruhi pendapatan perusahaan, tingkat pengangguran, konsumsi masyarakat, serta keputusan investasi.

Pada tahap ekspansi, kegiatan produksi dan konsumsi cenderung meningkat. Perusahaan memiliki peluang untuk memperbesar penjualan dan keuntungan, sedangkan investor dapat memiliki ekspektasi yang lebih baik terhadap prospek bisnis. Kondisi ini dapat mendukung kenaikan pasar saham, meskipun hasilnya tetap bergantung pada valuasi saham dan kondisi masing-masing perusahaan.

Ketika perekonomian memasuki tahap perlambatan, pertumbuhan penjualan perusahaan dapat mulai melemah. Investor biasanya menjadi lebih berhati-hati karena ketidakpastian terhadap keuntungan masa depan meningkat. Apabila perlambatan berlanjut menjadi kontraksi, perusahaan dapat menghadapi penurunan permintaan, pengurangan produksi, dan tekanan terhadap arus kas. Kondisi tersebut dapat meningkatkan risiko penurunan harga saham.

Pada tahap pemulihan, kegiatan ekonomi mulai menunjukkan perbaikan. Permintaan masyarakat berangsur meningkat dan perusahaan memiliki peluang untuk memperbaiki kinerja keuangannya. Pasar saham terkadang mulai mengalami penguatan sebelum indikator

ekonomi secara resmi menunjukkan pemulihan karena investor telah memperkirakan perubahan kondisi tersebut.
Skema konseptual:



Gambar 17.1 Siklus Ekonomi dan Respons Pasar Saham

17.5 MENGGUNAKAN INFORMASI EKONOMI MAKRO DALAM KEPUTUSAN INVESTASI

Pemahaman mengenai ekonomi makro tidak berarti investor dapat memprediksi setiap perubahan harga saham atau memperoleh keuntungan hanya dengan memperkirakan datangnya resesi. Indikator ekonomi dapat memberikan informasi mengenai arah perekonomian, tetapi tidak selalu mampu menentukan waktu yang tepat untuk membeli dan menjual saham. Oleh karena itu, informasi ekonomi makro lebih tepat digunakan sebagai alat untuk membantu mengelola risiko dan menyesuaikan strategi investasi, bukan sebagai satu-satunya dasar untuk melakukan transaksi jangka pendek.

Salah satu pendekatan yang dapat digunakan adalah menyesuaikan tingkat eksposur investasi terhadap risiko. Ketika kondisi pasar menjadi sangat tidak menentu dan kebutuhan dana dalam waktu dekat semakin besar, investor dapat mempertimbangkan untuk mengurangi sebagian kepemilikan aset berisiko dan meningkatkan porsi instrumen yang lebih stabil. Langkah tersebut bertujuan untuk menjaga kestabilan portofolio dan mengurangi kemungkinan kerugian yang dapat mengganggu kebutuhan keuangan. Namun, keputusan mengurangi investasi sebaiknya didasarkan pada tujuan keuangan, jangka waktu investasi, dan



kemampuan menanggung risiko, bukan semata-mata karena kekhawatiran terhadap berita ekonomi.

Pendekatan lainnya adalah mempertahankan portofolio sesuai dengan rencana alokasi aset yang telah ditentukan. Strategi ini dapat dipertimbangkan oleh investor yang memiliki jangka waktu investasi panjang dan kemampuan menanggung fluktuasi pasar. Ketika risiko meningkat, imbal hasil yang diharapkan dari sebagian aset berisiko juga dapat meningkat karena harga telah mengalami penyesuaian. Akan tetapi, investor tetap perlu membedakan antara imbal hasil yang diharapkan dan imbal hasil yang benar-benar akan diperoleh. Risiko yang lebih tinggi tidak selalu menghasilkan keuntungan lebih besar karena kemungkinan terjadinya kerugian juga meningkat.

Investor juga perlu memahami bahwa pengaruh siklus ekonomi tidak sama terhadap seluruh perusahaan dan industri. Beberapa perusahaan memiliki tingkat ketergantungan yang tinggi terhadap kondisi ekonomi, sedangkan perusahaan lainnya relatif lebih mampu mempertahankan penjualan ketika perekonomian melemah. Perusahaan yang sangat sensitif terhadap perubahan siklus bisnis sering disebut sebagai perusahaan siklikal atau *cyclical companies*. Sebaliknya, perusahaan yang produknya tetap dibutuhkan masyarakat dalam berbagai kondisi ekonomi sering disebut sebagai perusahaan defensif atau *defensive companies*.

Sebagai contoh, perusahaan otomotif seperti Ford memiliki karakteristik yang relatif lebih siklikal dibandingkan perusahaan produk kebutuhan sehari-hari seperti Colgate. Ketika perekonomian memburuk, masyarakat dapat menunda pembelian kendaraan baru karena kendaraan merupakan barang dengan nilai pembelian yang relatif besar. Penurunan permintaan tersebut dapat memengaruhi penjualan dan keuntungan perusahaan otomotif. Sebaliknya, produk kebutuhan sehari-hari seperti pasta gigi cenderung tetap dibutuhkan masyarakat, sehingga permintaannya relatif lebih stabil meskipun kondisi ekonomi mengalami perlambatan.

Ketika perekonomian membaik, perusahaan otomotif berpotensi memperoleh manfaat dari meningkatnya pendapatan dan kepercayaan konsumen. Masyarakat dapat kembali mempertimbangkan pembelian kendaraan baru sehingga penjualan perusahaan meningkat. Sementara itu, permintaan terhadap produk kebutuhan sehari-hari cenderung tidak mengalami peningkatan sebesar barang-barang tahan lama karena konsumsinya relatif stabil. Perbedaan karakteristik tersebut menunjukkan bahwa perusahaan siklikal dapat memiliki peluang pertumbuhan yang lebih besar ketika ekonomi membaik, tetapi juga menghadapi risiko yang lebih tinggi ketika ekonomi melemah.

Perusahaan defensif sering dianggap memiliki tingkat ketahanan yang lebih baik terhadap perubahan siklus ekonomi. Namun, hal tersebut tidak berarti bahwa saham perusahaan defensif selalu lebih aman atau selalu menghasilkan keuntungan yang lebih rendah. Harga saham tetap dipengaruhi oleh valuasi, kondisi keuangan, persaingan industri, dan ekspektasi investor. Oleh karena itu, investor perlu menilai hubungan antara risiko dan potensi imbal hasil setiap perusahaan sebelum menentukan komposisi portofolio.



Selain kondisi ekonomi domestik, perkembangan perekonomian luar negeri juga dapat memberikan pengaruh terhadap pasar saham. Perdagangan internasional, arus modal, investasi asing, dan perubahan nilai tukar menjadi beberapa saluran yang menghubungkan perekonomian suatu negara dengan negara lainnya. Perubahan kondisi ekonomi di negara besar dapat memengaruhi permintaan terhadap produk ekspor, harga komoditas, serta keputusan investor global dalam menempatkan modalnya.

Nilai tukar merupakan salah satu faktor penting dalam hubungan ekonomi internasional. Nilai tukar menggambarkan harga suatu mata uang apabila dibandingkan dengan mata uang negara lain. Sebagai contoh, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat menunjukkan jumlah rupiah yang diperlukan untuk memperoleh satu dolar Amerika Serikat. Perubahan nilai tukar dapat memengaruhi biaya impor, pendapatan ekspor, kewajiban perusahaan dalam mata uang asing, serta daya saing produk di pasar internasional.

Pelemahan nilai tukar rupiah dapat meningkatkan biaya perusahaan yang menggunakan bahan baku atau barang modal impor. Apabila perusahaan tidak dapat menaikkan harga jual secara seimbang, keuntungan yang diperoleh dapat mengalami penurunan. Sebaliknya, perusahaan yang memperoleh sebagian besar pendapatannya dari ekspor dapat memperoleh manfaat tertentu ketika pendapatan dalam mata uang asing dikonversikan menjadi rupiah. Meskipun demikian, dampak tersebut tetap bergantung pada struktur biaya dan kewajiban perusahaan dalam mata uang asing.

Perkembangan nilai tukar juga dipengaruhi oleh kondisi ekonomi dan kebijakan moneter negara lain. Perubahan suku bunga di Amerika Serikat, misalnya, dapat memengaruhi pergerakan modal internasional dan permintaan terhadap dolar. Ketika suku bunga Amerika Serikat meningkat, sebagian investor dapat memindahkan dana ke aset berdenominasi dolar karena menawarkan tingkat pengembalian yang lebih menarik. Perubahan tersebut berpotensi memberikan tekanan terhadap mata uang negara berkembang dan memengaruhi pasar saham domestik.

Selain dolar Amerika Serikat, euro juga merupakan mata uang penting dalam perdagangan dan keuangan internasional. Euro digunakan oleh negara-negara anggota kawasan euro atau *euro area*, termasuk Jerman, Prancis, dan Italia. Penggunaan mata uang bersama mempermudah transaksi perdagangan dan investasi antarnegara anggota karena pelaku ekonomi tidak perlu terus-menerus menukar mata uang nasional. Namun, penggunaan mata uang yang sama juga menyebabkan negara anggota memiliki keterbatasan dalam menerapkan kebijakan moneter secara individual. Kebijakan moneter kawasan euro ditentukan oleh Bank Sentral Eropa atau *European Central Bank*.

Perubahan nilai euro terhadap dolar Amerika Serikat maupun mata uang lainnya dapat memengaruhi harga barang impor, daya saing ekspor, dan pendapatan perusahaan multinasional. Perusahaan yang memiliki kegiatan bisnis di berbagai negara harus memperhatikan perubahan nilai tukar karena pendapatan dan biaya yang diperoleh dalam mata uang berbeda dapat mengalami perubahan ketika dikonversikan ke mata uang pelaporan perusahaan.



Bagi investor, perkembangan ekonomi luar negeri memberikan informasi penting untuk memahami risiko pasar saham secara lebih menyeluruh. Investor tidak hanya perlu memperhatikan pertumbuhan ekonomi, inflasi, dan suku bunga di dalam negeri, tetapi juga perlu memahami perkembangan ekonomi global, kebijakan bank sentral utama, serta perubahan nilai tukar. Dengan menggabungkan informasi tersebut dan analisis fundamental perusahaan, investor dapat menyusun keputusan investasi yang lebih rasional dan mengelola risiko portofolio secara lebih baik.

Pasar saham dan ekonomi makro memiliki hubungan yang erat karena perubahan kondisi perekonomian dapat memengaruhi kegiatan perusahaan, keuntungan usaha, tingkat risiko, dan ekspektasi investor. Pertumbuhan ekonomi dapat membuka peluang peningkatan penjualan dan laba perusahaan, sedangkan inflasi dapat memengaruhi biaya produksi dan daya beli masyarakat. Suku bunga berpengaruh terhadap biaya pendanaan dan pilihan investasi, sementara nilai tukar dapat memengaruhi perusahaan melalui kegiatan ekspor, impor, dan kewajiban dalam mata uang asing. Selain itu, jumlah uang beredar, kebijakan moneter, kebijakan fiskal, serta perkembangan ekonomi global turut membentuk lingkungan investasi.

Berbagai penelitian, termasuk Fama (1981), Chen, Roll, dan Ross (1986), Schwert (1990), Herawati dan Bandi (2019), serta Verma dan Bansal (2021), memberikan landasan akademik untuk memahami hubungan antara faktor makroekonomi dan pasar saham. Penelitian-penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa pengaruh ekonomi makro terhadap imbal hasil saham melibatkan banyak variabel dan tidak selalu menghasilkan hubungan yang sama pada setiap negara maupun periode.

Bagi investor, pemahaman ekonomi makro dapat digunakan untuk membaca perubahan lingkungan bisnis dan mengidentifikasi risiko yang mungkin memengaruhi portofolio. Namun, indikator ekonomi tidak dapat digunakan untuk memprediksi pergerakan harga saham secara sempurna. Oleh karena itu, keputusan investasi perlu menggabungkan pemahaman ekonomi makro, analisis fundamental perusahaan, pengelolaan risiko, dan disiplin dalam menjalankan strategi investasi. Dengan pendekatan tersebut, investor diharapkan mampu mengambil keputusan yang lebih terukur ketika menghadapi



BAB 18
BERINVESTASI DENGAN PERCAYA DIRI

18.1 MEMAHAMI KEPERCAYAAN DIRI DALAM BERINVESTASI

Kepercayaan diri merupakan salah satu aspek psikologis yang memiliki peranan penting dalam aktivitas investasi di pasar saham. Seorang investor tidak hanya membutuhkan kemampuan untuk memahami laporan keuangan, menganalisis pergerakan harga saham, dan mengenali kondisi ekonomi, tetapi juga membutuhkan keyakinan terhadap kemampuannya sendiri dalam mengambil keputusan. Kepercayaan diri membantu investor menentukan pilihan investasi, menghadapi perubahan kondisi pasar, serta mempertahankan strategi yang telah direncanakan. Tanpa adanya keyakinan terhadap kemampuan diri, investor dapat mengalami keraguan yang berlebihan sehingga sulit mengambil keputusan, bahkan ketika informasi yang diperlukan sebenarnya telah tersedia.

Dalam konteks investasi, kepercayaan diri dapat dipahami sebagai keyakinan individu bahwa dirinya memiliki kemampuan untuk memahami informasi keuangan, mengevaluasi alternatif investasi, mengidentifikasi risiko, dan menentukan keputusan yang sesuai dengan tujuan finansial. Kepercayaan diri tersebut tidak muncul secara otomatis, melainkan terbentuk melalui proses pembelajaran, pengalaman, peningkatan pengetahuan, dan evaluasi terhadap keputusan investasi yang telah dilakukan.

Cupák et al. (2022), dalam penelitian mengenai hubungan antara kepercayaan diri investor dan literasi keuangan terhadap investasi pada aset berisiko, menunjukkan pentingnya kedua faktor tersebut dalam perilaku investasi rumah tangga. Penelitian tersebut memberikan gambaran bahwa kepercayaan diri dan pengetahuan keuangan memiliki keterkaitan dalam menentukan kesediaan seseorang untuk berinvestasi pada instrumen yang memiliki risiko. Investor yang memahami karakteristik suatu instrumen dan memiliki keyakinan terhadap kemampuannya cenderung lebih siap mempertimbangkan investasi pada aset berisiko dibandingkan individu yang memiliki keterbatasan pengetahuan maupun keyakinan.

Namun demikian, kepercayaan diri dalam berinvestasi tidak boleh diartikan sebagai keberanian untuk mengambil risiko tanpa perhitungan. Pasar saham memiliki karakteristik yang tidak pasti, sehingga tidak ada investor yang mampu menjamin bahwa setiap keputusan akan menghasilkan keuntungan. Kepercayaan diri yang sehat justru tercermin dari kemampuan seseorang dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia, memahami kemungkinan kerugian, serta menerima bahwa hasil investasi dapat berbeda dari perkiraan awal.

Dengan demikian, investor yang percaya diri bukanlah investor yang selalu merasa benar, melainkan investor yang mampu mempertanggungjawabkan setiap keputusan berdasarkan proses analisis yang rasional. Kepercayaan diri seharusnya menjadi dasar untuk membangun kedisiplinan, bukan alasan untuk mengabaikan risiko.



18.2 LITERASI KEUANGAN SEBAGAI FONDASI KEPERCAYAAN DIRI INVESTOR

Literasi keuangan merupakan kemampuan individu dalam memahami konsep, informasi, dan produk keuangan sehingga dapat digunakan untuk mengambil keputusan finansial secara tepat. Dalam aktivitas investasi saham, literasi keuangan menjadi fondasi penting karena investor harus memahami berbagai aspek, seperti hubungan antara risiko dan keuntungan, mekanisme perdagangan saham, diversifikasi portofolio, nilai waktu uang, serta karakteristik instrumen investasi.

Investor yang memiliki literasi keuangan memadai akan lebih mudah memahami bahwa keuntungan investasi tidak diperoleh secara instan dan tidak selalu bergerak dalam arah yang sama. Harga saham dapat mengalami kenaikan maupun penurunan akibat perubahan kondisi perusahaan, industri, ekonomi, dan sentimen pasar. Pemahaman terhadap karakteristik tersebut membantu investor menghindari keputusan yang hanya didasarkan pada rumor, rekomendasi yang tidak terverifikasi, atau pergerakan harga dalam jangka pendek.

Penelitian Cupák et al. (2022) menunjukkan bahwa literasi keuangan bersama kepercayaan diri memiliki hubungan penting dengan keputusan investasi pada aset berisiko. Temuan ini dapat digunakan untuk menjelaskan bahwa kepercayaan diri yang didukung pengetahuan memiliki dasar yang lebih kuat dibandingkan keyakinan yang hanya didasarkan pada perasaan optimistis.

Pambudi, Sudarno, dan Sabandi (2024) juga membahas hubungan antara literasi keuangan, persepsi risiko, overconfidence, dan keputusan investasi. Hasil penelitian mereka memperlihatkan pentingnya literasi keuangan dan persepsi risiko dalam proses pengambilan keputusan investor. Penelitian tersebut juga memberikan perhatian terhadap dampak kepercayaan diri berlebihan yang dapat mengganggu kualitas keputusan investasi.

Literasi keuangan memungkinkan investor membedakan antara informasi yang bersifat faktual dan informasi yang hanya berupa opini. Sebagai contoh, ketika suatu saham mengalami kenaikan harga secara signifikan, investor yang memiliki pengetahuan keuangan tidak langsung menyimpulkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik. Investor perlu memeriksa laporan keuangan, tingkat utang, pertumbuhan pendapatan, kemampuan menghasilkan laba, serta kondisi industri yang menjadi tempat perusahaan beroperasi.

Pengetahuan tersebut juga membantu investor memahami bahwa harga saham yang murah secara nominal tidak selalu berarti saham tersebut memiliki valuasi yang rendah. Penilaian terhadap saham perlu mempertimbangkan kondisi fundamental perusahaan, prospek pertumbuhan, dan harga pasar relatif terhadap nilai ekonominya.

Oleh karena itu, peningkatan literasi keuangan perlu dipandang sebagai proses berkelanjutan. Investor harus terus memperbarui pengetahuan mengenai pasar modal, mempelajari perubahan regulasi, memahami perkembangan teknologi keuangan, serta mengevaluasi berbagai instrumen investasi. Semakin baik kemampuan investor dalam memahami informasi keuangan, semakin kuat pula landasan yang digunakan untuk membangun kepercayaan diri dalam mengambil keputusan.



Posisi Keuangan Anda

Langkah pertama dalam menganalisis posisi keuangan Anda adalah mencatat seluruh aset, kewajiban, pendapatan, dan pengeluaran Anda. Aset mencakup rekening bank, real estate (rumah Anda), deposito bank, obligasi, tabungan pensiun, dan rekening di lembaga keuangan seperti koperasi kredit.

Kewajiban mencakup sisa pokok pinjaman seperti hipotek atau kredit kendaraan, pembayaran tetap rutin lainnya, saldo kartu kredit, serta tagihan lain yang belum dibayar, misalnya pajak property. Untuk pendapatan, catatlah gaji, pendapatan bunga dari aset, pembayaran tunjangan (seperti tunjangan pasca-perceraian), pendapatan sewa, dan sebagainya.Terakhir, untuk mengidentifikasi pengeluaran, Anda mungkin perlu meninjau kembali riwayat kartu kredit dan rekening bank Anda. Buatlah estimasi pembayaran bulanan untuk rencana pembelian besar di masa mendatang, misalnya untuk membeli mobil baru.

Setelah mengetahui arus masuk dan arus keluar dana Anda, Anda akan dapat memperkirakan jumlah tabungan bulanan Anda. Jika ternyata pengeluaran lebih besar daripada pendapatan, Anda perlu memperbaiki situasi tersebut sebelum mempertimbangkan untuk berinvestasi di saham. Pilihannya adalah dengan mengurangi pengeluaran atau meningkatkan pendapatan.

18.3 FINANCIAL SELF-EFFICACY DAN KEYAKINAN TERHADAP KEMAMPUAN DIRI

Dalam psikologi keuangan, terdapat konsep yang dikenal sebagai financial self-efficacy, yaitu keyakinan individu terhadap kemampuannya dalam melaksanakan tugas dan mengambil keputusan yang berkaitan dengan pengelolaan keuangan. Konsep ini memiliki hubungan erat dengan kepercayaan diri dalam berinvestasi, tetapi memiliki penekanan yang lebih spesifik pada keyakinan terhadap kemampuan melakukan tindakan finansial secara efektif.

Seorang investor dengan tingkat *financial self-efficacy* yang baik memiliki keyakinan bahwa dirinya mampu mempelajari mekanisme pasar saham, memahami informasi perusahaan, menentukan alokasi dana, mengelola risiko, dan melakukan evaluasi portofolio. Keyakinan tersebut tidak berarti investor mengetahui seluruh hal mengenai pasar saham, tetapi menunjukkan adanya kesiapan untuk belajar dan menyelesaikan permasalahan finansial secara sistematis.

Forbes dan Kara (2010), melalui penelitian berjudul *Confidence Mediates How Investment Knowledge Influences Investing Self-Efficacy*, membahas hubungan antara pengetahuan investasi, kepercayaan diri, dan keyakinan terhadap kemampuan dalam melakukan investasi. Penelitian tersebut relevan untuk menjelaskan bahwa pengetahuan investasi memiliki keterkaitan dengan pembentukan keyakinan seseorang terhadap kemampuan dirinya dalam mengelola investasi.

Dalam praktiknya, financial self-efficacy dapat berkembang melalui pengalaman belajar yang bertahap. Investor pemula, misalnya, dapat memulai dengan mempelajari istilah dasar pasar saham, memahami proses pembukaan rekening efek, dan melakukan analisis terhadap perusahaan yang telah dikenal. Setelah memiliki pemahaman dasar, investor dapat



mencoba menyusun portofolio sederhana dengan mempertimbangkan kemampuan finansial dan toleransi risiko.

Pengalaman dalam mengevaluasi keputusan juga menjadi bagian penting dari proses pembentukan keyakinan diri. Ketika investor berhasil mengidentifikasi kesalahan analisis dan memperbaiki strategi, kemampuan pengambilan keputusannya dapat berkembang. Sebaliknya, apabila investor mengalami kerugian, pengalaman tersebut tidak seharusnya langsung dianggap sebagai bukti ketidakmampuan. Kerugian dapat menjadi sumber pembelajaran apabila dievaluasi berdasarkan proses analisis dan pengelolaan risiko yang telah dilakukan.

Dengan demikian, *financial self-efficacy* tidak dibangun melalui keberhasilan memperoleh keuntungan semata. Keyakinan terhadap kemampuan diri juga berkembang melalui kemampuan mengelola kegagalan, mempelajari informasi baru, dan memperbaiki keputusan berdasarkan pengalaman.

Menetapkan Tujuan Keuangan

Langkah selanjutnya dalam perencanaan keuangan adalah menetapkan tujuan keuangan yang ingin dicapai, dengan mempertimbangkan bahwa tujuan tersebut dapat ditinjau kembali sesuai dengan perubahan kondisi keuangan di masa mendatang. Sebagai contoh, seseorang memiliki tujuan untuk mempersiapkan dana pensiun sebesar Rp5.000.000.000 dalam waktu 30 tahun. Apabila investasi tidak menghasilkan keuntungan, seseorang harus menabung sekitar Rp13.890.000 setiap bulan selama 360 bulan untuk mencapai target tersebut. Namun, jangka waktu 30 tahun memberikan kesempatan bagi seseorang untuk mengumpulkan dana melalui investasi, karena waktu merupakan salah satu faktor penting dalam mengembangkan nilai tabungan.

Untuk mengetahui jumlah tabungan yang perlu disisihkan setiap bulan, perhitungan dapat dilakukan menggunakan rumus anuitas yang telah dibahas pada Sesi 6. Apabila investasi menghasilkan imbal hasil sebesar 6% per tahun setelah pajak, jumlah tabungan yang diperlukan akan lebih rendah dibandingkan dengan kondisi tanpa keuntungan investasi. Sebaliknya, apabila imbal hasil meningkat menjadi 8% per tahun setelah pajak, jumlah tabungan bulanan yang diperlukan akan semakin berkurang.

Selain itu, investasi melalui akun Roth yang memberikan keuntungan bebas pajak dapat menjadi alternatif untuk mengoptimalkan hasil investasi. Dengan asumsi tingkat pengembalian investasi sebesar 10% per tahun berdasarkan rata-rata historis, jumlah tabungan bulanan yang diperlukan untuk mencapai target dana pensiun akan semakin kecil. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat pengembalian investasi memiliki pengaruh terhadap jumlah dana yang harus disisihkan untuk mencapai tujuan keuangan dalam jangka panjang.

Apabila seseorang belum mampu memenuhi target tabungan tersebut, beberapa penyesuaian dapat dilakukan, seperti mencari pekerjaan tambahan, memperpanjang masa kerja beberapa tahun, atau menyesuaikan target dana pensiun. Keputusan tersebut perlu mempertimbangkan kondisi keuangan dan kemampuan masing-masing individu. Oleh karena itu, memulai perencanaan dan investasi sejak dini merupakan langkah penting dalam mempersiapkan kebutuhan keuangan di masa depan. Waktu terbaik untuk mulai berinvestasi mungkin adalah 15 tahun yang lalu, tetapi waktu terbaik berikutnya untuk memulainya adalah hari ini.



18.4 PSIKOLOGI INVESTOR DAN PENGARUHNYA TERHADAP KEPUTUSAN INVESTASI

Investasi saham tidak sepenuhnya merupakan aktivitas yang didasarkan pada perhitungan matematis. Di dalamnya terdapat faktor psikologis yang dapat memengaruhi cara seseorang menilai informasi dan mengambil keputusan. Dua investor yang memperoleh informasi keuangan yang sama dapat menghasilkan keputusan yang berbeda karena memiliki pengalaman, tingkat toleransi risiko, tujuan investasi, dan kondisi emosional yang berbeda.
Psikologi investor mempelajari bagaimana pikiran, emosi, keyakinan, dan perilaku individu memengaruhi aktivitas investasi. Dalam kondisi pasar yang mengalami kenaikan, investor dapat menjadi terlalu optimistis dan terdorong untuk membeli saham tanpa melakukan analisis yang memadai. Sebaliknya, ketika pasar mengalami penurunan, rasa takut dapat menyebabkan investor menjual saham secara terburu-buru meskipun kondisi fundamental perusahaan belum mengalami perubahan yang berarti.

Baker dan Ricciardi (2014), melalui buku *Investor Behavior: The Psychology of Financial Planning and Investing*, menjelaskan berbagai aspek perilaku investor yang berkaitan dengan proses pengambilan keputusan keuangan. Pendekatan keuangan perilaku atau behavioral finance memperlihatkan bahwa keputusan investor tidak selalu sepenuhnya rasional. Individu dapat dipengaruhi oleh bias kognitif, emosi, pengalaman masa lalu, dan lingkungan sosial.

Salah satu fenomena yang sering muncul adalah herding behavior, yaitu kecenderungan seseorang mengikuti keputusan mayoritas. Dalam pasar saham, perilaku ini dapat terlihat ketika investor membeli saham hanya karena banyak orang membicarakan atau merekomendasikannya. Investor tidak lagi menilai kualitas perusahaan secara mandiri, melainkan mengandalkan keputusan kelompok sebagai dasar tindakannya.

Fenomena lainnya adalah confirmation bias, yaitu kecenderungan individu mencari informasi yang mendukung keyakinan yang sudah dimiliki dan mengabaikan informasi yang bertentangan. Sebagai contoh, investor yang telah membeli saham suatu perusahaan mungkin hanya membaca berita positif mengenai perusahaan tersebut, sementara mengabaikan laporan keuangan yang menunjukkan penurunan kinerja.

Psikologi investasi juga berkaitan dengan loss aversion, yaitu kecenderungan individu merasakan kerugian lebih kuat dibandingkan kepuasan yang diperoleh dari keuntungan dengan nilai yang sama. Akibatnya, investor dapat mempertahankan saham yang mengalami kerugian terlalu lama karena tidak ingin mengakui kesalahan keputusan, atau menjual saham yang sedang menguntungkan terlalu cepat karena takut keuntungan tersebut menghilang.

Pemahaman terhadap berbagai bias psikologis tersebut membantu investor mengenali bahwa keputusan investasi dapat dipengaruhi oleh faktor di luar analisis keuangan. Kepercayaan diri yang baik perlu disertai kemampuan mengendalikan bias, memeriksa informasi secara objektif, dan mempertimbangkan berbagai kemungkinan sebelum mengambil tindakan.

Klub Investasi

Salah satu cara untuk mempelajari dunia investasi lebih lanjut adalah dengan bergabung dalam klub investasi. Klub investasi merupakan kelompok yang terdiri atas beberapa orang yang berkumpul untuk bertukar pendapat mengenai pasar saham, membahas strategi investasi, atau mengelola dana secara kolektif. Melalui kegiatan tersebut, anggota



dapat memperoleh wawasan dan pemahaman yang lebih luas mengenai berbagai instrumen investasi.

Meskipun klub investasi tidak selalu memiliki kemampuan yang lebih baik dalam memilih instrumen investasi yang menguntungkan dibandingkan keputusan individu, keberadaan klub dapat memberikan manfaat bagi para anggotanya. Anggota dapat saling memberikan saran, berbagi pengalaman, serta membantu menjaga kedisiplinan dalam menjalankan kegiatan investasi. Selain itu, klub investasi juga memberikan manfaat sosial karena memungkinkan anggotanya berinteraksi dengan orang-orang yang memiliki minat dan tujuan serupa dalam bidang investasi.

Dalam praktiknya, beberapa klub investasi mengumpulkan dana dari para anggota untuk dikelola dan diinvestasikan secara bersama-sama. Klub semacam ini dapat membantu individu yang mengalami kesulitan dalam mengambil keputusan atau memulai kegiatan investasi. Sebelum bergabung, calon anggota sebaiknya mengunjungi beberapa klub terlebih dahulu untuk menemukan kelompok yang sesuai dengan kebutuhan dan memberikan kenyamanan dalam berpartisipasi. Klub investasi yang berhasil umumnya memiliki kesamaan filosofi dan tujuan investasi di antara para anggotanya.

Pengelolaan administrasi menjadi salah satu aspek penting yang perlu diperhatikan, terutama bagi klub yang melakukan investasi secara langsung atas nama anggotanya. Salah satu metode pengelolaan yang paling sederhana adalah sistem penyetoran dana dengan jumlah yang sama dari setiap anggota, sehingga keuntungan investasi dibagikan secara merata. Namun, sistem ini memiliki keterbatasan karena kurang fleksibel dalam mengakomodasi penarikan sebagian dana dan penerimaan anggota baru.

Alternatif lainnya adalah menggunakan sistem nilai unit (*unit-value system*), yaitu sistem keanggotaan yang didasarkan pada jumlah unit investasi yang dimiliki setiap anggota. Sebagai contoh, sebuah klub investasi memiliki empat anggota yang masing-masing menyetorkan dana awal sebesar Rp50.000.000. Dengan nilai setiap unit sebesar Rp1.000.000, masing-masing anggota memperoleh 50 unit investasi. Apabila nilai pasar sekuritas dalam portofolio klub meningkat sebesar 10%, jumlah unit yang dimiliki setiap anggota tetap 50 unit, tetapi nilai setiap unit meningkat menjadi Rp.1.100.000. Sistem ini memudahkan pengelolaan perubahan keanggotaan karena anggota baru dapat membeli unit sesuai dengan nilai yang berlaku. Selain itu, anggota lama dapat menambah jumlah unit yang dimiliki atau menarik sebagian investasinya sesuai dengan ketentuan klub.

Untuk memperoleh informasi lebih lanjut mengenai klub investasi, masyarakat dapat memanfaatkan berbagai sumber daya yang tersedia melalui internet. Beberapa organisasi menyediakan fasilitas edukasi, perangkat lunak untuk menghitung nilai unit investasi, komunitas diskusi daring, webinar, publikasi, hingga contoh perjanjian kemitraan. Namun, perlu diperhatikan bahwa klub yang mengelola dan menginvestasikan dana anggotanya secara kolektif mungkin memiliki kewajiban hukum dan perpajakan tertentu. Oleh karena itu, klub investasi perlu memahami ketentuan pendaftaran, pelaporan pajak, serta peraturan yang berlaku sesuai dengan yurisdiksi tempat klub tersebut beroperasi.



Mengendalikan Emosi dan Rasa Takut dalam Berinvestasi

Pasar saham memiliki tingkat ketidakpastian yang menyebabkan investor sering menghadapi perubahan kondisi emosional. Kenaikan harga saham dapat menimbulkan kegembiraan, sedangkan penurunan harga dapat memunculkan kecemasan dan ketakutan. Apabila emosi tidak dikelola dengan baik, investor berisiko mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan tujuan investasi awal.

Rasa takut merupakan salah satu respons psikologis yang umum terjadi ketika nilai portofolio mengalami penurunan. Investor mungkin merasa khawatir bahwa kerugian akan semakin besar sehingga terdorong menjual seluruh saham yang dimiliki. Namun, keputusan menjual saham seharusnya tidak hanya didasarkan pada perubahan harga dalam jangka pendek. Investor perlu menilai apakah penurunan tersebut disebabkan oleh fluktuasi pasar secara umum atau karena adanya perubahan fundamental pada perusahaan.

Sebaliknya, ketika harga saham mengalami kenaikan, investor dapat mengalami rasa percaya diri yang berlebihan dan menganggap bahwa kondisi pasar akan terus bergerak positif. Perasaan tersebut dapat mendorong pembelian saham dalam jumlah besar tanpa mempertimbangkan valuasi dan risiko penurunan harga.

Peterson dan Murtha (2010), melalui buku *MarketPsych: How to Manage Fear and Build Your Investor Identity*, memberikan perhatian terhadap hubungan antara emosi, identitas investor, dan pengambilan keputusan investasi. Pembahasan mengenai pengelolaan rasa takut menjadi relevan karena kemampuan menghadapi ketidakpastian merupakan bagian penting dalam membangun perilaku investasi yang sehat.

Pengendalian emosi dapat dilakukan dengan menyusun rencana investasi sebelum melakukan transaksi. Investor perlu menetapkan tujuan investasi, jangka waktu, batas alokasi dana, dan tingkat risiko yang dapat diterima. Dengan adanya rencana tersebut, keputusan tidak sepenuhnya ditentukan oleh perubahan harga saham yang terjadi setiap hari.

Investor juga perlu membiasakan diri melakukan evaluasi secara berkala daripada terus-menerus memantau pergerakan harga saham. Terlalu sering memperhatikan perubahan harga dapat meningkatkan tekanan psikologis, khususnya bagi investor yang memiliki toleransi risiko rendah. Evaluasi yang terencana membantu investor memisahkan informasi yang benar-benar relevan dari fluktuasi harga yang bersifat sementara.

Pada akhirnya, pengendalian emosi bukan berarti menghilangkan rasa takut atau kegembiraan. Tujuannya adalah memastikan bahwa emosi tidak mengambil alih proses pengambilan keputusan. Investor yang matang mampu menerima bahwa ketidakpastian merupakan bagian dari investasi dan bahwa tidak semua perubahan harga membutuhkan tindakan langsung.

Menghindari Overconfidence Dalam Keputusan Investasi

Kepercayaan diri memiliki peranan positif dalam membangun keberanian untuk berinvestasi. Akan tetapi, kepercayaan diri yang tidak didukung evaluasi objektif dapat berkembang menjadi overconfidence atau kepercayaan diri berlebihan. *Overconfidence* merupakan bias perilaku ketika seseorang menilai pengetahuan, kemampuan, atau ketepatan prediksinya lebih tinggi daripada kondisi sebenarnya.



Dalam investasi saham, *overconfidence* dapat muncul ketika investor merasa mampu memprediksi pergerakan harga dengan tingkat akurasi yang sangat tinggi. Investor mungkin menganggap bahwa keberhasilan memperoleh keuntungan dalam beberapa transaksi merupakan bukti bahwa dirinya memiliki kemampuan khusus dalam membaca pasar. Padahal, keuntungan tersebut dapat dipengaruhi oleh kondisi pasar yang menguntungkan atau faktor keberuntungan.

Pambudi et al. (2024) mengkaji hubungan overconfidence dengan keputusan investasi dan menunjukkan pentingnya memperhatikan perilaku kepercayaan diri berlebihan dalam proses pengambilan keputusan. Sementara itu, Pratiwi dan Leon (2019) membahas pengaruh overconfidence dan optimisme terhadap keputusan investasi investor individu di Indonesia. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa optimisme dan overconfidence tidak selalu memberikan pengaruh yang sama terhadap perilaku investasi. Hal ini memperlihatkan bahwa keyakinan positif terhadap masa depan perlu dibedakan dari penilaian kemampuan diri yang berlebihan.

Khan, Tan, dan Chong (2019) juga mengkaji bagaimana persepsi terhadap hasil portofolio pada masa lalu dapat memengaruhi perilaku investasi melalui mekanisme overconfidence. Temuan tersebut relevan untuk menjelaskan bahwa investor yang pernah memperoleh keuntungan dapat mengembangkan keyakinan berlebihan terhadap kemampuannya. Kondisi tersebut dapat meningkatkan kecenderungan melakukan transaksi tanpa mempertimbangkan risiko secara memadai.

Ahmad dan Shah (2022) turut membahas pengaruh overconfidence terhadap keputusan dan kinerja investasi dengan mempertimbangkan persepsi risiko serta literasi keuangan. Penelitian ini memperkuat pemahaman bahwa kepercayaan diri berlebihan perlu dikendalikan agar tidak mengganggu proses evaluasi risiko.

Salah satu contoh overconfidence dapat terlihat pada investor yang berhasil memperoleh keuntungan sebesar 20% dari suatu saham. Karena merasa berhasil membaca arah pasar, investor tersebut kemudian menggunakan seluruh dana yang dimiliki untuk membeli saham lain tanpa melakukan analisis yang memadai. Apabila keputusan berikutnya menghasilkan kerugian besar, investor dapat menyadari bahwa keberhasilan sebelumnya tidak selalu mencerminkan kemampuan prediksi yang konsisten.

Oleh karena itu, investor perlu membangun kebiasaan mengevaluasi setiap keputusan, baik yang menghasilkan keuntungan maupun kerugian. Evaluasi harus dilakukan terhadap proses analisis, kualitas informasi, ketepatan strategi, dan pengelolaan risiko. Dengan demikian, kepercayaan diri tetap berkembang berdasarkan bukti dan pembelajaran, bukan berdasarkan persepsi keberhasilan sesaat.

18.5 MEMAHAMI RISIKO DAN KETIDAKPASTIAN PASAR SAHAM

Risiko merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dari aktivitas investasi. Setiap keputusan pembelian saham memiliki kemungkinan menghasilkan keuntungan maupun kerugian. Oleh karena itu, investor yang percaya diri harus memiliki pemahaman yang



memadai mengenai karakteristik risiko sebelum mengalokasikan dana ke dalam instrumen saham.

Risiko investasi dapat berasal dari berbagai sumber. Risiko pasar berkaitan dengan perubahan harga saham akibat kondisi ekonomi, suku bunga, inflasi, maupun sentimen investor. Risiko perusahaan berkaitan dengan kondisi internal, seperti penurunan pendapatan, peningkatan utang, perubahan manajemen, dan melemahnya daya saing. Selain itu, terdapat risiko likuiditas ketika investor mengalami kesulitan menjual saham pada harga yang diharapkan karena rendahnya aktivitas perdagangan.

Persepsi terhadap risiko memiliki pengaruh terhadap keputusan investasi karena setiap investor mempunyai tingkat toleransi risiko yang berbeda. Investor dengan kemampuan finansial dan tujuan investasi jangka panjang mungkin lebih mampu menghadapi fluktuasi harga dibandingkan investor yang membutuhkan dana dalam waktu dekat. Oleh karena itu, strategi investasi tidak dapat disamakan untuk semua individu.

Sunarko dan Sutrisno (2025), melalui penelitian mengenai literasi keuangan, financial self-efficacy, literasi teknologi finansial, dan persepsi risiko terhadap keputusan investasi saham pada generasi milenial, memberikan landasan untuk memahami bahwa keputusan investasi dipengaruhi oleh kombinasi faktor pengetahuan, keyakinan terhadap kemampuan diri, dan penilaian risiko.

Investor perlu memahami perbedaan antara toleransi risiko dan kemampuan menanggung risiko. Toleransi risiko berkaitan dengan kesiapan psikologis menghadapi penurunan nilai investasi, sedangkan kemampuan menanggung risiko berkaitan dengan kondisi keuangan yang memungkinkan investor menghadapi kemungkinan kerugian tanpa mengganggu kebutuhan hidup. Seseorang mungkin merasa berani mengambil risiko tinggi, tetapi kondisi keuangannya belum tentu memungkinkan untuk melakukan hal tersebut.

Diversifikasi merupakan salah satu pendekatan yang dapat digunakan untuk mengendalikan risiko portofolio. Dengan menyebarkan investasi ke beberapa perusahaan atau sektor yang berbeda, investor dapat mengurangi ketergantungan terhadap kinerja satu perusahaan. Namun, diversifikasi tidak menghilangkan seluruh risiko pasar dan tidak menjamin keuntungan.

Kepercayaan diri dalam memahami risiko akan membantu investor mengambil keputusan yang lebih proporsional. Investor tidak harus selalu menghindari risiko, tetapi harus mampu mengenali risiko yang sedang dihadapi dan menentukan apakah potensi hasil yang diharapkan sebanding dengan risiko yang harus ditanggung.

Alokasi Aset

Keputusan untuk berinvestasi dalam saham merupakan bagian dari strategi investasi yang lebih luas, yaitu alokasi aset (*asset allocation*). Alokasi aset adalah proses menentukan proporsi kekayaan yang akan ditempatkan pada berbagai instrumen investasi, seperti saham, obligasi, real estat, dan aset yang relatif aman, misalnya surat utang pemerintah (*treasury bills*). Penentuan proporsi tersebut perlu disesuaikan dengan tujuan keuangan, jangka waktu investasi, serta kemampuan investor dalam menghadapi risiko.



Sebuah studi terkenal terhadap 82 dana pensiun menemukan bahwa lebih dari 90% variasi imbal hasil (*return*) dapat dikaitkan dengan keputusan alokasi aset, sedangkan kurang dari 10% sisanya berkaitan dengan pemilihan saham dan obligasi tertentu dalam portofolio. Hal ini menunjukkan bahwa komposisi aset memiliki pengaruh yang besar terhadap hasil investasi. Salah satu penyebabnya adalah imbal hasil saham cenderung mengalami fluktuasi yang lebih besar dibandingkan obligasi maupun surat utang pemerintah jangka pendek (*treasury bills*). Oleh karena itu, besarnya proporsi saham dalam suatu portofolio turut menentukan tingkat perubahan imbal hasil investasi secara keseluruhan.

Tujuan utama alokasi aset adalah membentuk portofolio yang mampu memberikan keseimbangan optimal antara risiko dan ekspektasi imbal hasil sesuai dengan kebutuhan keuangan investor. Investor yang terlalu berhati-hati dalam memilih instrumen investasi berisiko memperoleh hasil yang tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan pensiun pada waktu yang telah direncanakan. Sebaliknya, investor yang mengambil risiko terlalu besar dapat mengalami kerugian ketika kondisi pasar memburuk, sehingga tujuan keuangan jangka panjang menjadi sulit tercapai. Dengan demikian, alokasi aset perlu mempertimbangkan keseimbangan antara potensi keuntungan dan risiko yang dapat diterima.

Salah satu prinsip penting dalam alokasi aset adalah diversifikasi, yaitu menyebarkan dana investasi ke berbagai instrumen untuk mengurangi risiko kerugian. Diversifikasi saham dapat membantu mengurangi hingga 70% risiko yang berkaitan dengan kepemilikan satu jenis saham, tetapi masih terdapat risiko pasar yang tidak dapat dihilangkan sepenuhnya. Risiko pasar merupakan risiko yang timbul akibat perubahan kondisi pasar secara keseluruhan dan dapat memengaruhi sebagian besar saham. Oleh sebab itu, investor yang memiliki saham tetap perlu mempertimbangkan kemungkinan terjadinya penurunan nilai investasi akibat kondisi pasar.

Selain saham, obligasi dan real estat juga dapat digunakan untuk membentuk portofolio yang lebih beragam. Obligasi cenderung memiliki tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan saham dan pergerakan nilainya tidak selalu searah dengan pasar saham. Real estat juga dapat menjadi alternatif diversifikasi karena perubahan nilai properti tidak selalu bergerak sejalan dengan perubahan harga saham maupun obligasi. Namun, individu yang telah memiliki rumah sendiri perlu memperhitungkan nilai properti tersebut sebagai bagian dari keseluruhan kekayaannya. Hal ini penting karena kepemilikan rumah dapat menyebabkan sebagian besar kekayaan telah terkonsentrasi pada sektor real estat.

Untuk membantu menentukan komposisi investasi yang sesuai, investor dapat memanfaatkan berbagai perangkat yang tersedia di internet, seperti kalkulator alokasi aset (*asset allocation calculator*) dan perangkat pengelolaan portofolio (*portfolio allocation tools*). Meskipun demikian, hasil rekomendasi dari perangkat tersebut tidak harus diikuti secara langsung, terutama apabila menyarankan penempatan sebagian besar kekayaan pada saham. Perangkat tersebut sebaiknya digunakan sebagai sarana untuk mencoba berbagai skenario alokasi aset dan memahami faktor-faktor yang memengaruhi penentuan komposisi portofolio. Dengan demikian, investor dapat mengambil keputusan yang lebih bijaksana berdasarkan tujuan keuangan, jangka waktu investasi, dan tingkat toleransi risiko masing-masing.



Membangun Disiplin Dan Konsistensi Investasi

Disiplin merupakan salah satu karakteristik penting yang membedakan aktivitas investasi yang terencana dengan perilaku perdagangan yang didorong oleh emosi. Investor yang disiplin memiliki rencana mengenai tujuan investasi, alokasi dana, kriteria pemilihan saham, dan waktu evaluasi portofolio. Rencana tersebut berfungsi sebagai pedoman ketika pasar mengalami perubahan yang tidak sesuai dengan perkiraan.

Barber dan Odean (2000), melalui penelitian klasik berjudul *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, mengkaji hubungan antara frekuensi perdagangan dan kinerja investasi investor individu. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa investor yang melakukan transaksi secara berlebihan cenderung memperoleh kinerja yang lebih rendah setelah memperhitungkan biaya transaksi. Temuan ini memberikan pelajaran bahwa aktivitas perdagangan yang tinggi tidak selalu menghasilkan keuntungan yang lebih besar.

Perilaku melakukan transaksi secara berlebihan dapat disebabkan oleh berbagai faktor, seperti keinginan memperoleh keuntungan dengan cepat, ketakutan kehilangan peluang, dan keyakinan berlebihan terhadap kemampuan memprediksi pasar. Investor yang sering mengubah strategi tanpa dasar analisis yang jelas berisiko meningkatkan biaya transaksi sekaligus mengurangi konsistensi pengelolaan portofolio.

Disiplin investasi dapat dibangun melalui penyusunan rencana tertulis. Investor perlu menentukan alasan membeli suatu saham, kondisi yang dapat mengubah keputusan investasi, target jangka panjang, serta batas risiko yang dapat diterima. Ketika kondisi pasar berubah, investor dapat menggunakan rencana tersebut sebagai dasar evaluasi sebelum melakukan transaksi.

Konsistensi juga berkaitan dengan kemampuan mempertahankan strategi yang telah dipilih selama strategi tersebut masih sesuai dengan tujuan dan kondisi fundamental investasi. Konsistensi bukan berarti mempertahankan saham tanpa batas waktu. Apabila kondisi perusahaan memburuk secara signifikan atau asumsi awal investasi tidak lagi berlaku, investor harus bersedia melakukan evaluasi dan menyesuaikan keputusan.

Dengan demikian, disiplin bukanlah sikap keras kepala dalam mempertahankan keputusan, melainkan kemampuan menjalankan rencana sekaligus bersedia memperbaikinya berdasarkan informasi yang relevan.

Mengembangkan Strategi Investasi yang Rasional

Strategi investasi yang rasional merupakan pendekatan yang mengutamakan analisis, perencanaan, dan evaluasi dalam setiap pengambilan keputusan. Investor tidak hanya berfokus pada kemungkinan keuntungan, tetapi juga mempertimbangkan risiko, biaya transaksi, jangka waktu investasi, dan kondisi keuangan pribadi.

Salah satu langkah awal dalam menyusun strategi investasi adalah menentukan tujuan keuangan. Tujuan tersebut dapat berupa persiapan dana pendidikan, pembentukan dana pensiun, pengembangan aset jangka panjang, atau pencapaian target keuangan tertentu. Tujuan yang jelas membantu investor menentukan jangka waktu dan jenis investasi yang sesuai.



Setelah menentukan tujuan, investor perlu melakukan analisis terhadap perusahaan yang sahamnya akan dibeli. Analisis fundamental dapat digunakan untuk memahami kondisi keuangan, kemampuan menghasilkan laba, struktur utang, dan prospek pertumbuhan perusahaan. Analisis teknikal dapat digunakan sebagai alat tambahan untuk mempelajari pola pergerakan harga dan aktivitas perdagangan. Kedua pendekatan tersebut memiliki fungsi berbeda dan dapat digunakan secara saling melengkapi sesuai strategi investor.

Strategi rasional juga membutuhkan pengelolaan alokasi aset. Investor sebaiknya tidak menempatkan seluruh dana investasi pada satu saham karena tindakan tersebut dapat meningkatkan risiko konsentrasi. Penyebaran dana ke beberapa perusahaan dan sektor dapat membantu mengurangi dampak negatif apabila salah satu investasi mengalami penurunan kinerja.

Selain itu, investor perlu mempertimbangkan biaya transaksi dan pajak yang dapat memengaruhi keuntungan bersih. Strategi yang terlihat menguntungkan secara kotor belum tentu memberikan hasil yang sama setelah memperhitungkan seluruh biaya. Oleh karena itu, perhitungan keuntungan harus dilakukan berdasarkan hasil bersih yang benar-benar diterima investor.

Keputusan investasi juga perlu didasarkan pada informasi yang dapat diverifikasi. Investor sebaiknya menggunakan laporan keuangan, keterbukaan informasi perusahaan, data bursa, dan publikasi resmi sebagai sumber utama. Informasi dari media sosial atau komunitas investor dapat digunakan sebagai bahan tambahan, tetapi tidak seharusnya menjadi satu-satunya dasar keputusan.

Dengan strategi yang rasional, kepercayaan diri investor akan terbentuk melalui proses yang dapat dijelaskan dan dievaluasi. Investor tidak perlu selalu mengikuti pergerakan pasar atau meniru keputusan orang lain karena setiap individu memiliki tujuan, kemampuan finansial, dan tingkat risiko yang berbeda.

18.6 MEMBANGUN KEPERCAYAAN DIRI UNTUK INVESTASI JANGKA PANJANG

Investasi jangka panjang membutuhkan kemampuan untuk tetap berorientasi pada tujuan keuangan meskipun pasar mengalami fluktuasi. Investor perlu memahami bahwa nilai investasi tidak selalu meningkat secara konsisten, sehingga diperlukan pengetahuan, pengendalian emosi, dan disiplin dalam mengambil keputusan.

Kepercayaan diri dalam berinvestasi dibangun melalui pengetahuan dan pengalaman serta kemampuan mengevaluasi setiap keputusan. Investor sebaiknya mencatat alasan pembelian saham, kondisi perusahaan, risiko, dan hasil investasi sebagai bahan pembelajaran. Keberhasilan investasi tidak hanya diukur dari keuntungan, tetapi juga dari kualitas pengambilan keputusan, kemampuan mengelola risiko, dan konsistensi menjalankan strategi.

Penelitian Cupák et al. (2022), Forbes dan Kara (2010), serta Barber dan Odean (2000) menunjukkan pentingnya pengetahuan keuangan, keyakinan terhadap kemampuan diri, dan pengendalian aktivitas perdagangan dalam perilaku investasi. Temuan tersebut menegaskan bahwa kepercayaan diri perlu didukung oleh pemahaman yang baik agar investor tidak melakukan transaksi secara berlebihan.



Dalam perspektif *Pasar Saham Quantum*, pasar merupakan sistem kompleks dan dinamis yang dipengaruhi oleh berbagai informasi serta faktor ekonomi. Oleh karena itu, investor perlu menyadari bahwa pergerakan pasar tidak selalu dapat diprediksi secara tepat. Kepercayaan diri dalam investasi berarti berani mengambil keputusan berdasarkan pertimbangan yang matang, siap menghadapi risiko, serta terus belajar dan memperbaiki strategi sesuai dengan perkembangan pasar.

Langkah Awal

Apabila Anda telah memutuskan untuk mulai berinvestasi di pasar saham, sebaiknya segera mengambil langkah awal dengan memilih perusahaan sekuritas yang terpercaya dan membuka rekening investasi. Anda dapat memulai dengan modal kecil dan menambahnya secara bertahap sesuai kemampuan keuangan. Perlu diingat bahwa nilai akhir investasi dipengaruhi oleh tiga faktor utama, yaitu tingkat pengembalian, jumlah modal, dan jangka waktu investasi. Oleh karena itu, manfaatkan jumlah modal dan waktu investasi secara optimal untuk mencapai tujuan keuangan.

Bagi investor pemula, reksa dana indeks berbiaya rendah dapat menjadi alternatif karena menawarkan diversifikasi dan mengikuti kinerja indeks pasar saham. Selain itu, investor sebaiknya menerapkan strategi investasi sederhana dan memahami instrumen yang dipilih sebelum menanamkan modal. Memahami investasi tidak berarti harus menguasai seluruh aspek teknis suatu perusahaan, tetapi setidaknya mengetahui jenis usaha, kondisi perusahaan, dan bagaimana kepemilikan saham memberikan hak atas bagian keuntungan perusahaan.

Dalam menjalankan investasi, penting untuk tidak menjadikannya sebagai perlombaan untuk mengungguli orang lain atau menyesali peluang yang telah terlewatkan. Pergerakan pasar saham selalu berubah, sehingga investor perlu bersikap sabar dan tetap berpegang pada strategi yang telah direncanakan. Kesempatan investasi akan selalu tersedia selama investor mampu mengambil keputusan secara bijaksana dan tidak terburu-buru dalam mengejar keuntungan.

Meskipun teknologi dan mekanisme perdagangan saham terus berkembang, prinsip dasar investasi tetap relevan, yaitu tidak ada keuntungan tanpa risiko, selalu terdapat hubungan antara risiko dan ekspektasi imbal hasil, serta investor individu umumnya sulit mengungguli kinerja pasar secara konsisten. Dengan memahami prinsip-prinsip tersebut, investor diharapkan dapat mengambil keputusan secara lebih realistis, disiplin, dan bertanggung jawab dalam menjalankan investasi jangka panjang.

Kesimpulan

Kepercayaan diri merupakan salah satu unsur penting dalam membangun perilaku investasi yang sehat dan berkelanjutan. Namun, kepercayaan diri tidak dapat berdiri sendiri tanpa dukungan pengetahuan, literasi keuangan, pemahaman risiko, dan kemampuan mengendalikan emosi. Investor yang memiliki keyakinan terhadap kemampuannya tetapi tidak memahami karakteristik pasar berpotensi mengalami overconfidence dan mengambil keputusan yang tidak proporsional.

Berbagai penelitian yang telah dibahas memperlihatkan bahwa literasi keuangan, financial self-efficacy, persepsi risiko, dan psikologi investor memiliki hubungan dengan keputusan investasi. Pengetahuan keuangan membantu investor memahami informasi,



sedangkan keyakinan terhadap kemampuan diri mendorong kesiapan untuk mengambil tindakan. Pada saat yang sama, pengendalian emosi dan kesadaran terhadap bias perilaku membantu investor menghindari keputusan yang didorong oleh rasa takut, keserakahan, maupun kepercayaan diri berlebihan.

Penelitian Barber dan Odean (2000) juga memberikan pelajaran bahwa semakin sering seseorang melakukan transaksi tidak selalu berarti semakin baik hasil investasinya. Investor perlu membangun disiplin, mengevaluasi keputusan, dan mengutamakan strategi yang sesuai dengan tujuan keuangan.

Dengan demikian, berinvestasi dengan percaya diri bukan berarti menghilangkan seluruh keraguan atau risiko, melainkan membangun kemampuan untuk mengambil keputusan secara rasional di tengah ketidakpastian. Kepercayaan diri yang ideal adalah kepercayaan diri yang didasarkan pada pengetahuan, pengalaman, evaluasi, dan kesediaan untuk terus belajar. Melalui pendekatan tersebut, investor dapat mengembangkan pola pikir yang lebih matang dalam menghadapi dinamika pasar saham.

DAFTAR PUSTAKA

Adams, S. W., Kasten, C., & Kelley, E. K. (2024). *How free is free? Retail trading costs with zero commissions*. *Journal of Banking & Finance*. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2024.107226

Ahmad, M., & Shah, S. Z. A. (2022). Overconfidence heuristic-driven bias in investment decision-making and performance: Mediating effects of risk perception and moderating effects of financial literacy. *Journal of Economic and Administrative Sciences, 38*(1), 60–90. https://doi.org/10.1108/JEAS-07-2020-0116

Baker, H. K., & Ricciardi, V. (Eds.). (2014). *Investor behavior: The psychology of financial planning and investing*. John Wiley & Sons.

Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance, 55*(2), 773–806. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00226

Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance, 55*(2), 773–806. https://doi.org/10.1111/0022-1082.00226

Berger, L., Farrar, J., Zhang, L., & Andrejkow, J. (2026). A behavioural investigation of the substitution phenomenon between tax-sheltered savings plans. Behavioural Public Policy, 10(1), 68–89. https://doi.org/10.1017/bpp.2023.16

Bergstresser, D., & Pontiff, J. (2013). Investment taxation and portfolio performance. *Journal of Public Economics, 97*, 245–257. https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2012.04.005

Bottazzi, G., Cordoni, F., Livieri, G., & Marmi, S. (2023). Uncertainty in firm valuation and a cross-sectional misvaluation measure. *Annals of Finance, 19*, 63–93. https://doi.org/10.1007/s10436-022-00423-w

Bottazzi, G., Cordoni, F., Livieri, G., & Marmi, S. (2023). Uncertainty in firm valuation and a cross-sectional misvaluation measure. *Annals of Finance, 19*, 63–93. https://doi.org/10.1007/s10436-022-00423-w

Budiman, J., Yodiputra, J., Candy, C., & Agustin, I. N. (2025). How overconfidence and mental accounting influence investments? The moderating role of financial literacy. *Asian Management and Business Review, 5*(1), 1–18. https://doi.org/10.20885/AMBR.vol5.iss1.art1

Cao, K., & You, H. (2024). Fundamental analysis via machine learning. *Financial Analysts Journal, 80*(2), 74–98. https://doi.org/10.1080/0015198X.2024.2313692

CFA Institute Research Foundation. (2016). *Financial market history: Reflections on the past for investors today*. CFA Institute Research Foundation. Baca publikasi CFA Institute.

Chen, N. F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic forces and the stock market. *The Journal of Business, 59*(3), 383–403. https://doi.org/10.1086/296344

Chiah, M., Tian, X., & Zhong, A. (2022). Lockdown and retail trading in the equity market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance, 33*, 100598. https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100598

Cimon, D. A. (2021). *Broker routing decisions in limit order markets*. *Journal of Financial Markets, 54*, 100602. https://doi.org/10.1016/j.finmar.2020.100602

Cochrane, J. H. (2022). Portfolios for long-term investors. *Review of Finance, 26*(1), 1–42. https://doi.org/10.1093/rof/rfab038

Cooper, M. J., Halling, M., & Yang, W. (2021). The persistence of fee dispersion among mutual funds. *Review of Finance, 25*(2), 365–402. https://doi.org/10.1093/rof/rfaa023

Crain, N., Parrino, R., & Srinivasan, R. (2021). Uncertainty, prospectus content, and the pricing of initial public offerings. *Journal of Empirical Finance, 64*, 160–182. https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2021.08.007.

Cupák, A., Fessler, P., Hsu, J. W., & Paradowski, P. R. (2022). Investor confidence and high financial literacy jointly shape investments in risky assets. *Economic Modelling, 116*, Article 106033. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106033

Cziglerné Erb, E. (2020). The re-emergence of the residual income model in the valuation of firms and investment projects. *Public Finance Quarterly, 65*(3), 430–442. https://doi.org/10.35551/PFQ_2020_3_7

Dammon, R. M., Spatt, C. S., & Zhang, H. H. (2001). Optimal consumption and investment with capital gains taxes. *The Review of Financial Studies, 14*(3), 583–616. https://doi.org/10.1093/rfs/14.3.583

Damodaran, A. (2024). *The little book of valuation: How to value a company, pick a stock, and profit* (2nd ed.). Wiley.

Di Maggio, M., Egan, M., & Franzoni, F. (2022). *The value of intermediation in the stock market*. *Journal of Financial Economics, 145*(2), 208–233. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.08.020

Dierkes, S., & Schäfer, U. (2021). Valuation of firms with multiple business units. *Journal of Business Economics, 91*, 401–432. https://doi.org/10.1007/s11573-020-01010-z

Dierkes, S., & Schäfer, U. (2021). Valuation of firms with multiple business units. *Journal of Business Economics, 91*, 401–432. https://doi.org/10.1007/s11573-020-01010-z

DiLellio, J., & Ostrov, D. (2020). Toward constructing tax efficient withdrawal strategies for retirees with traditional 401(k)/IRAs, Roth 401(k)/IRAs, and taxable accounts. Financial Services Review, 28(2), 67–95. https://doi.org/10.61190/fsr.v28i2.3419

Dyhrberg, A. H., Shkilko, A., & Werner, I. M. (2025). *The retail execution quality landscape*. *Journal of Financial Economics, 168*, 104051. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2025.104051

Easton, P., McAnally, M. L., Crawford, S., & Sommers, G. (2024). *Financial statement analysis and valuation* (7th ed.). SAGE.



Efretuei, E. (2021). Year and industry-level accounting narrative analysis: Readability and tone variation. *Journal of Emerging Technologies in Accounting, 18*(2), 53–76. https://doi.org/10.2308/JETA-18-12-21-26

Elton, E. J., & Gruber, M. J. (2020). A review of the performance measurement of long-term mutual funds. *Financial Analysts Journal, 76*(3), 22–37. https://doi.org/10.1080/0015198X.2020.1738126

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383–417. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x

Fama, E. F. (1981). Stock returns, real activity, inflation, and money. *The American Economic Review, 71*(4), 545–565.

Fama, E. F. (1990). Stock returns, expected returns, and real activity. *The Journal of Finance, 45*(4), 1089–1108.

Fama, E. F. (1991). Efficient capital markets: II. *The Journal of Finance, 46*(5), 1575–1617. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x

Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review, 10*(1), 1–21. https://doi.org/10.2307/2525569

Forbes, J., & Kara, S. M. (2010). Confidence mediates how investment knowledge influences investing self-efficacy. *Journal of Economic Psychology, 31*(3), 435–443. https://doi.org/10.1016/j.joep.2010.01.012

Frensidy, B., Pelealu, R. J., & Robiyanto, R. (2020). Analysis of equity valuation models and target price accuracy: An evidence from analyst reports in Indonesia. *SAGE Open, 10*(4). https://doi.org/10.1177/2158244020949507

Frensidy, B., Pelealu, R. J., & Robiyanto, R. (2020). Analysis of equity valuation models and target price accuracy: An evidence from analyst reports in Indonesia. *SAGE Open, 10*(4). https://doi.org/10.1177/2158244020949507

Fridson, M., & Alvarez, F. (2022). *Financial statement analysis: A practitioner's guide* (5th ed.). Wiley. https://doi.org/10.1002/9781119457176

Fu, K., Jin, Y., & Liem, P. F. (2022). Sustainable finance: ESG/CSR, firm value, and investment returns. *Asian Journal of Finance & Accounting*. https://doi.org/10.1111/ajfs.12379

Fülbier, R. U., & Sellhorn, T. (2023). Understanding and improving the language of business: How accounting and corporate reporting research can better serve business and society. *Journal of Business Economics, 93*, 1089–1124. https://doi.org/10.1007/s11573-023-01158-4

Garay, U., & Pulga, F. (2021). The performance of retail investors, trading intensity and time in the market: Evidence from an emerging stock market. *Heliyon, 7*(12), e08583. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2021.e08583

Goodman, L., & Meiselman, B. S. (2025). Retirement tax shields: A cohort study of traditional and Roth accounts. Journal of Pension Economics & Finance. https://doi.org/10.1017/S1474747225000083



Gorzon, D., Bormann, M., & von Nitzsch, R. (2024). Measuring costly behavioral bias factors in portfolio management: A review. *Financial Markets and Portfolio Management, 38*, 265–295. https://doi.org/10.1007/s11408-024-00444-7

Gosselin, A.-M., Le Maux, J., & Smaili, N. (2021). Readability of accounting disclosures: A comprehensive review and research agenda. *Accounting Perspectives, 20*(4), 543–581. https://doi.org/10.1111/1911-3838.12275

Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review, 70*(3), 393–408.

Guo, Y., Li, L. Y., & Zhong, H. (2025). Bigger pie, bigger slice: Liquidity, value gain, and underpricing in IPOs. *Journal of Financial Markets, 72*, 100949. https://doi.org/10.1016/j.finmar.2024.100949.

Gutiérrez Ponce, H., Chamizo González, J., & Al-Mohareb, M. (2023). Annual reports readability from linguistic and communication perspectives: Systematic literature review. *Business and Professional Communication Quarterly, 86*(4). https://doi.org/10.1177/23294906231151893

Hanafi, M. M. (2021). Fixed price and book building methods in an exogenous environment: Evidence from Indonesia stock market. *Research in International Business and Finance*. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101430.

Hasbrouck, J. (2009). Trading costs and returns for U.S. equities: Estimating effective costs from daily data. *The Journal of Finance, 64*(3), 1445–1477. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01469.x

Havakhor, T., Rahman, M. S., Zhang, T., & Zhu, C. (2025). Tech-enabled financial data access, retail investors, and gambling-like behavior in the stock market. *Management Science, 71*(2), 1646–1670. https://doi.org/10.1287/mnsc.2021.01379

Herawati, N., & Bandi. (2019). Makro ekonomi dan return saham: Suatu telaah pustaka di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis, 19*(1), 119–133. https://doi.org/10.20961/jab.v19i1.288

Hiraki, T., & Ito, A. (2023). Two-step price adjustments of IPO book building in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.101977.

Hitchner, J. R. (2024). *Financial valuation: Applications and models* (5th ed.). Wiley.

Horneff, V., Maurer, R., & Mitchell, O. S. (2023). How would 401(k) “Rothification” alter saving, retirement security, and inequality? Journal of Pension Economics & Finance, 22, 265–283. https://doi.org/10.1017/S1474747222000105

Hsieh, S.-F., Chan, C.-Y., & Wang, M.-C. (2020). Retail investor attention and herding behavior. *Journal of Empirical Finance*. https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2020.09.005

Hsu, P.-H., Taylor, M. P., & Wang, Z. (2022). No pain, no gain: You should always incorporate trading costs for a bias-free evaluation of trading rule overperformance. *Economics Letters, 216*, 110584. https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110584

Huang, D. Z.-X. (2021). Environmental, social and governance factors and assessing firm value: Valuation, signalling and stakeholder perspectives. *Accounting & Finance, 62*(S1), 1983–2010. https://doi.org/10.1111/acfi.12849

Huang, R., Kambouroudis, D., & McMillan, D. G. (2025). Is portfolio diversification still effective: Evidence spanning three crises from the perspective of U.S. investors. *Journal of Asset Management, 26*, 115–135. https://doi.org/10.1057/s41260-025-00398-z

Huibers, F. E. (2020). Towards an optimal IPO mechanism. *Journal of Risk and Financial Management, 13*(6), 125. https://doi.org/10.3390/jrfm13060125.

Internal Revenue Service. (2025). Publication 590-A: Contributions to Individual Retirement Arrangements (IRAs). Publikasi resmi IRS.

Internal Revenue Service. (2025). Publication 590-B: Distributions from Individual Retirement Arrangements (IRAs). Publikasi resmi IRS.

Internal Revenue Service. (2025). Publication 590-B: Distributions from Individual Retirement Arrangements (IRAs). Panduan distribusi IRA.

Internal Revenue Service. (2026). 401(k) limit increases to $24,500 for 2026, IRA limit increases to $7,500. Informasi batas kontribusi 2026.

Internal Revenue Service. (n.d.). Retirement topics: Required minimum distributions (RMDs). Ketentuan RMD.

Investment Company Institute. (2024). *2024 Investment Company Fact Book*, Appendix B: Significant Events in Fund History. Baca Investment Company Fact Book.

Itzkowitz, J., Itzkowitz, J., & Schwartz, A. (2024). Start small and stay small: Anchoring in app-based investing. *Journal of Behavioral Finance, 25*(4), 464–480. https://doi.org/10.1080/15427560.2023.2209233

Jensen, M. C. (1978). Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics, 6*(2–3), 95–101. https://doi.org/10.1016/0304-405X(78)90025-9

Joshi, G., & Dash, R. K. (2024). Exchange-traded funds and the future of passive investments: A bibliometric review and future research agenda. *Future Business Journal, 10*, Article 17. https://doi.org/10.1186/s43093-024-00306-8

Kahya, E. H., & Ekinci, C. (2022). Disposition bias among Borsa Istanbul investors: What do we know about type, size and trading frequency? *Journal of Behavioral and Experimental Finance, 35*, 100682. https://doi.org/10.1016/j.jbef.2022.100682

Keim, D. B., & Madhavan, A. (1997). Transactions costs and investment style: An inter-exchange analysis of institutional equity trades. *Journal of Financial Economics, 46*(3), 265–292. https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00031-7

Khan, M. T. I., Tan, S.-H., & Chong, L.-L. (2019). Overconfidence mediates how perception of past portfolio returns affects investment behaviors. *Journal of Asia-Pacific Business, 20*(2), 140–161. https://doi.org/10.1080/10599231.2019.1610688

Khomyn, M., Putniņš, T., & Zoican, M. (2024). The value of ETF liquidity. *The Review of Financial Studies, 37*(10), 3092–3148. https://doi.org/10.1093/rfs/hhae041

Laurin, M., Messacar, D., & Michaud, P.-C. (2023). Financial literacy and the timing of tax-preferred savings account withdrawals. Journal of Accounting and Public Policy, 42(2), 106922. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2021.106922

Lee, K., Aleksanyan, M., Meitner, M., & Pande, N. (2024). *The valuation book: How to value businesses and shares*. Harriman House.

Lessambo, F. I. (2022). *Financial statements: Analysis, reporting and valuation* (2nd ed.). Palgrave Macmillan. https://doi.org/10.1007/978-3-031-15663-2

Li, X., Zhu, H., & Zuo, L. (2021). Reporting technologies and textual readability: Evidence from the XBRL mandate. *Information Systems Research, 32*(3), 1025–1042. https://doi.org/10.1287/isre.2021.1012

Lim, K.-P., & Brooks, R. (2011). The evolution of stock market efficiency over time: A survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys, 25*(1), 69–108. https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2009.00611.x

Lo, A. W. (2004). The adaptive markets hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective. *The Journal of Portfolio Management, 30*(5), 15–29. https://doi.org/10.3905/jpm.2004.442611

Lukanima, B. K. (2023). *Corporate valuation: A practical approach with case studies*. Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-031-28267-6

Malkiel, B. G. (2023). *A random walk down Wall Street: The time-tested strategy for successful investing* (13th ed.). W. W. Norton & Company.

Messacar, D. (2023). Loss-averse tax manipulation and tax-preferred savings. Journal of Economic Behavior & Organization, 207, 257–278. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2023.01.014

Meyer, S., & Uhr, C. (2026). *Can we make trading less hazardous to investors' wealth? Evidence from a choice between flat rates or commissions for financial services*. *Journal of Economic Behavior & Organization, 248*, 107626. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2026.107626

Mullane, J. S. (2025). The hidden cost of retirement savings tax incentives: Policies aimed at helping everyday Americans instead provide a tax shelter for the wealthy. Duquesne Law Review, 63(2).

Nedumparambil, E., & Bhandari, A. K. (2022). Risk factors, uncertainty, and investment decision: Evidence from mutual fund flows from India. *Indian Economic Review, 57*(2), 349–372. https://doi.org/10.1007/s41775-022-00155-8

Nichols, B., & Nwogu, C. (2020). The effect of the Tax Cuts and Jobs Act on the choice between Traditional and Roth IRAs. Journal of Accounting, Business and Management, 27(2), 30–48. https://doi.org/10.31966/jabminternational.v27i2.698

Nissim, D. (2022). Big data, accounting information, and valuation. *The Journal of Finance and Data Science, 8*, 69–85. https://doi.org/10.1016/j.jfds.2022.04.003

Novy-Marx, R., & Velikov, M. (2020). What you see is not what you get: The costs of trading market anomalies. *Journal of Financial Economics, 137*(2), 515–549. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.02.012

O'Donoghue, S. M. (2022). *Transaction fees: Impact on institutional order types, commissions, and execution quality*. *Journal of Financial Markets, 60*, 100717. https://doi.org/10.1016/j.finmar.2022.100717

OECD. (2024). Annual Survey on Financial Incentives for Retirement Savings: Country Profiles 2024. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/16d0283c-en

Oktananda, M. R., & Gantyowati, E. (2024). Underpricing in Indonesia: A systematic literature review. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura, 27*(2), 182–206. https://doi.org/10.14414/jebav.v27i2.4545.

Pambudi, T. R. S., Sudarno, & Sabandi, M. (2024). Financial literacy, risk perception, overconfidence moderated by financial education on investment decisions. *Economic Education Analysis Journal, 13*(2). https://doi.org/10.15294/8x7g2419

Peterson, R. L., & Murtha, F. F. (2010). *MarketPsych: How to manage fear and build your investor identity*. John Wiley & Sons.

Petridis, K., Kiosses, N., Tampakoudis, I., et al. (2023). Measuring the efficiency of mutual funds: Does ESG controversies score affect the mutual fund performance during the COVID-19 pandemic? *Operational Research, 23*, Article 54. https://doi.org/10.1007/s12351-023-00795-5

Pont, A. de S. A. (2024). Firm valuation under uncertainty: Risk factor modelling in valuation. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*. https://doi.org/10.12957/rcmccuerj.2024.81542

Prananingtyas, P., & Soetomo, I. A. (2020). Development and setting of mutual funds in Indonesia. *International Journal of Economics and Business Administration, 8*(3), 344–351. https://doi.org/10.35808/ijeba/521

Pratama, G. H., Salim, H. S., & Wisudawan, A. (2026). *Legalitas perdagangan saham melalui platform digital (online trading) dalam perspektif hukum pasar modal*. *Education and Development*. https://doi.org/10.37081/ed.v14i2.8221

Pratiwi, R. R., & Leon, F. M. (2019). The impact of overconfidence and optimism on investment decision on individual investor in Indonesia. *Jurnal Akuntansi, 19*(2). https://doi.org/10.36452/akunukd.v19i2.1802

PT Danareksa (Persero). (2019). *Laporan Tahunan 2019*. Baca laporan tahunan Danareksa.

Raghunandan, A., & Rajgopal, S. (2022). Do ESG funds make stakeholder-friendly investments? *Review of Accounting Studies, 27*, 822–863. https://doi.org/10.1007/s11142-022-09693-1

Republik Indonesia. (1995). *Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*. Baca dokumen undang-undang.

Republik Indonesia. (2024). *Peraturan Menteri Keuangan Nomor 81 Tahun 2024 tentang Ketentuan Perpajakan dalam Rangka Pelaksanaan Sistem Inti Administrasi Perpajakan*. Kementerian Keuangan Republik Indonesia. Dokumen resmi PMK Nomor 81 Tahun 2024

Rezky, D. M., Mahri, A. J. W., & Utami, S. A. (2025). Examining underpricing in initial public offering: Deepening insights on non-financial information. *Etikonomi, 24*(2), 425–440. https://doi.org/10.15408/etk.v24i2.39355.

Rink, K. (2023). The predictive ability of technical trading rules: An empirical analysis of developed and emerging equity markets. *Financial Markets and Portfolio Management, 37*, 403–456. https://doi.org/10.1007/s11408-023-00433-2

Rossovski, J., Lucey, B., & Helbing, P. (2025). Determinants of IPO overpricing. *British Journal of Management, 36*(1), 383–399. https://doi.org/10.1111/1467-8551.12858.

Rouwenhorst, K. G. (2004). *The origins of mutual funds*. Yale School of Management. Baca penelitian Rouwenhorst.

Schwarz, C. (2025). *The "actual retail price" of equity trades*. *The Journal of Finance*. https://doi.org/10.1111/jofi.13467

Schwert, G. W. (1990). Stock returns and real activity: A century of evidence. *The Journal of Finance, 45*(4), 1237–1257. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02434.x

Servaes, H., & Sigurdsson, K. (2022). The costs and benefits of performance fees in mutual funds. *Journal of Financial Intermediation, 50*, 100959. https://doi.org/10.1016/j.jfi.2022.100959

Shaffer, M. (2024). Which multiples matter in M&A? An overview. *Review of Accounting Studies, 29*, 2724–2752. https://doi.org/10.1007/s11142-023-09768-7

Shaffer, M. (2024). Which multiples matter in M&A? An overview. *Review of Accounting Studies, 29*, 2724–2752. https://doi.org/10.1007/s11142-023-09768-7

Shah, B., & Butt, K. A. (2024). Heuristic biases and investment decision-making of stock market investors: A review paper. *Vision: The Journal of Business Perspective*. https://doi.org/10.1177/09722629231220985

Shiller, R. J. (1981). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *The American Economic Review, 71*(3), 421–436.

Shiller, R. J. (2015). *Irrational exuberance* (3rd ed.). Princeton University Press.

Soepriyanto, G., Tjokroaminoto, S., & Zudana, A. E. (2021). Annual report readability and accounting irregularities: Evidence from public listed companies in Indonesia. *Journal of Financial Reporting and Accounting, 19*(5), 793–818. https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2020-0006

Subagyo, A. A., Perdana, I. J., & Triyanto, H. A. (2026). *Model integratif TAM, kepercayaan, dan kelengkapan fitur terhadap volume transaksi saham investor ritel*. *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan*. https://doi.org/10.47065/ekuitas.v7i4.9824

Sunarko, C., & Sutrisno. (2025). The effect of financial literacy, financial self-efficacy, financial technology literacy, and risk perception on stock investment decisions: Millennials

preferences. *Asian Management and Business Review, 5*(1), 19–34. https://doi.org/10.20885/AMBR.vol5.iss1.art2

Tahir, A. N., & Danarsari, D. N. (2023). App-based investment platform and investment decision making: A study of retail investor behavior in Indonesia. *Eduvest – Journal of Universal Studies, 3*(7), 1258–1272. https://doi.org/10.59188/eduvest.v3i7.859

Tamara, D., Prasetyo, B., Saputra, D. A., & Sofyan, S. (2023). The driving factors for investment in stock retail investors during pandemic COVID-19 in Indonesia. *Ultima Accounting: Jurnal Ilmu Akuntansi, 15*(1), 156–177. https://doi.org/10.31937/akuntansi.v15i1.3163

Tampubolon, D. W., Gultom, E., & Sudaryat. (2022). *Perlindungan hukum investor trading saham online ditinjau dari Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*. *Jurnal Mercatoria, 15*(1).

Telles, S. V., & Salotti, B. M. (2024). Readability and understandability of notes to financial statements. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios, 26*(1), e20230127. https://doi.org/10.7819/rbgn.v26i01.4251

Tewu, D., Eliakim, M., & Elisabet, S. B. (2025). Determinants of IPO underpricing in Indonesia (2021–2024): The roles of offer size, offer price, underwriter reputation, syndicate size, and market condition. *Indonesian Journal of Business Analytics, 5*(5), 3471–3482. https://doi.org/10.55927/ijba.v5i5.15593.

Vayas-Ortega, G., Soguero-Ruiz, C., Rojo-Álvarez, J.-L., & Gimeno-Blanes, F.-J. (2020). On the differential analysis of enterprise valuation methods as a guideline for unlisted companies assessment (I): Empowering discounted cash flow valuation. *Applied Sciences, 10*(17), 5875. https://doi.org/10.3390/app10175875

Verma, R. K., & Bansal, R. (2021). Impact of macroeconomic variables on the performance of stock exchange: A systematic review. *International Journal of Emerging Markets, 16*(7), 1291–1329. https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2019-0993

Wiest, T. (2023). Momentum: What do we know 30 years after Jegadeesh and Titman's seminal paper? *Financial Markets and Portfolio Management*. https://doi.org/10.1007/s11408-022-00417-8

Wolff, D., & Echterling, F. (2024). Stock picking with machine learning. *Journal of Forecasting, 43*(1), 81–102. https://doi.org/10.1002/for.3021

Yao, D. T., Qu, X., & Kummer, T.-F. (2024). Labelling in financial reporting: An examination of “other comprehensive income” and non-professional investors' judgements. *Accounting & Finance, 64*(3), 2403–2424. https://doi.org/10.1111/acfi.13219

Zakamulin, V., & Giner, J. (2023). Optimal trend-following with transaction costs. *International Review of Financial Analysis, 90*, 102928. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102928

Zhu, B., & Woltering, R.-O. (2021). Is fund performance driven by flows into connected funds? Spillover effects in the mutual fund industry. *Journal of Economics and Finance, 45*, 544–571.

BAGAIMANA PASAR SAHAM BEKERJA

Dr. Agus Wibowo, M.Kom, M.Si, MM.

BIO DATA PENULIS



Penulis memiliki berbagai disiplin ilmu yang diperoleh dari Universitas Diponegoro (UNDIP) Semarang. dan dari Universitas Kristen Satya Wacana (UKSW) Salatiga. Disiplin ilmu itu antara lain teknik elektro, komputer, manajemen dan ilmu sosiologi. Penulis memiliki pengalaman kerja pada industri elektronik dan sertifikasi keahlian dalam bidang Jaringan Internet, Telekomunikasi, Artificial Intelligence, Internet Of Things (IoT), Augmented Reality (AR), Technopreneurship, Internet Marketing dan bidang pengolahan dan analisa data (komputer statistik).

Penulis adalah pendiri dari Universitas Sains dan Teknologi Komputer (Universitas STEKOM) dan juga seorang dosen yang memiliki Jabatan Fungsional Akademik Lektor Kepala (Associate Professor) yang telah menghasilkan puluhan Buku Ajar ber ISBN, HAKI dari beberapa karya cipta dan Hak Paten pada produk IPTEK. Sejak tahun 2023 penulis tercatat sebagai Dosen luar biasa di Fakultas Ekonomi & Bisnis (FEB) Universitas Diponegoro Semarang. Penulis juga terlibat dalam berbagai organisasi profesi dan industri yang terkait dengan dunia usaha dan industri, khususnya dalam pengembangan sumber daya manusia yang unggul untuk memenuhi kebutuhan dunia kerja secara nyata.

YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK

PENERBIT :
YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK
Jl. Majapahit No. 605 Semarang
Telp. (024) 6723456. Fax. 024-6710144
Email : penerbit_ypat@stekom.ac.id