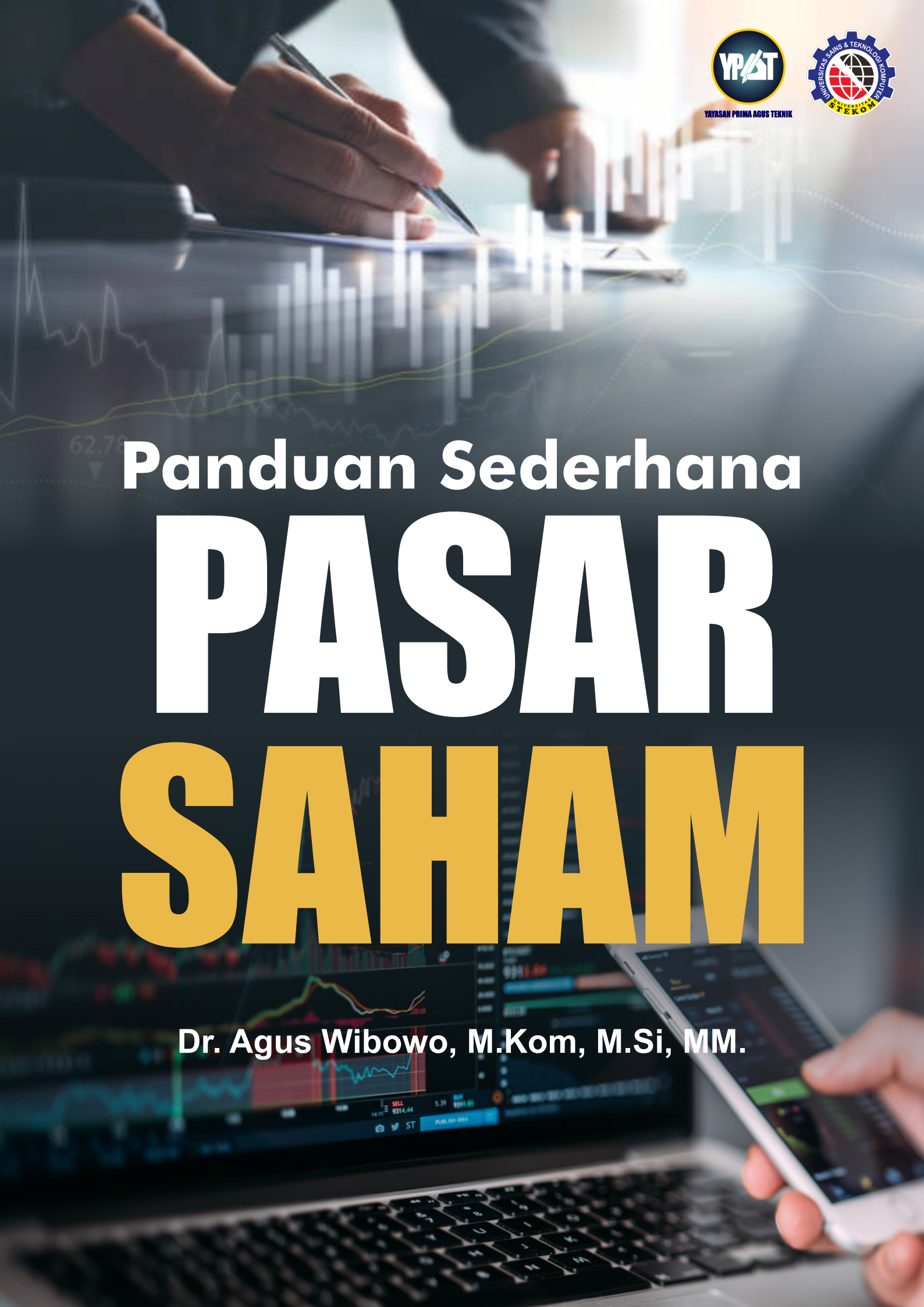


YAYASAN PRIMA AGUS TEKNIK

Panduan Sederhana PASAR SAHAM

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

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



Panduan Sederhana
PASAR SAHAM

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

Panduan Sederhana PASAR SAHAM

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, kesehatan, dan karunia-Nya, sehingga buku yang berjudul "*Panduan Sederhana Pasar Saham*" ini dapat diselesaikan dengan baik dan hadir di hadapan para pembaca. Penulisan buku ini berangkat dari sebuah kegelisahan sekaligus harapan untuk menjembatani kesenjangan literasi keuangan di masyarakat. Selama ini, pasar saham kerap dipersepsikan sebagai dunia yang rumit, eksklusif, bahkan disamakan dengan arena spekulasi semata. Padahal, jika dipahami dari akarnya, investasi saham merupakan aktivitas kepemilikan bisnis nyata yang sangat logis dan dapat dipelajari oleh siapa saja. Buku ini disusun secara sistematis untuk memandu Anda memahami ekosistem pasar modal dari fondasi paling dasar hingga mekanisme transaksi tingkat lanjut dengan bahasa yang lugas.

Agar proses belajar berjalan secara runtut dan menyeluruh, pembahasan dalam buku ini dibagi ke dalam tiga bagian utama yang saling terhubung satu sama lain. Pada bagian pertama yang berfokus pada perusahaan, pembaca diajak untuk mengenali entitas bisnis di balik sebuah lembar saham sebelum mengambil keputusan investasi. Pembahasan dimulai dari anatomi struktur kepemimpinan perusahaan, peran jajaran eksekutif, serta tata kelola dalam melindungi kepentingan pemegang saham. Selanjutnya, pembaca akan dibekali keterampilan praktis dalam membedah kinerja keuangan perusahaan melalui laporan laba rugi, neraca aset dan liabilitas, hingga laporan arus kas. Bagian ini juga menguraikan perbedaan mendasar antara konsep modal dan uang, serta bagaimana perusahaan merancang strategi pendanaan melalui utang maupun penerbitan ekuitas.

Setelah memahami kesehatan dan fondasi bisnisnya, pembahasan pada bagian kedua beralih pada hakikat saham itu sendiri. Bagian ini mengupas tuntas konsep kepemilikan saham, dampak perubahan jumlah saham beredar, mekanisme pemecahan harga saham, prinsip tanggung jawab terbatas, hingga perbedaan karakteristik antara saham biasa dan saham preferen. Pembaca juga akan diajak mengenal berbagai tipe pelaku pasar, mulai dari investor ritel, institusional, hingga investor aktivis. Tidak berhenti di situ, bagian ini membedah secara mendalam sumber-sumber keuntungan investasi melalui pembagian dividen, efek pertumbuhan majemuk, kebijakan pembelian kembali saham, serta kenaikan nilai modal. Untuk mempertajam kemampuan analisis, diuraikan pula berbagai rasio valuasi, strategi investasi kontrarian di tengah fluktuasi sentimen pasar, pemanfaatan likuiditas saham sebagai aset korporasi, hingga seluk-beluk proses penawaran umum perdana beserta alternatif pencatatan seperti pencatatan langsung dan perusahaan akuisisi bertujuan khusus.

Selanjutnya, pada bagian ketiga yang mengulas pasar saham secara keseluruhan, pembaca dibawa melihat langsung arena tempat berbagai transaksi tersebut berlangsung. Pembahasan mencakup evolusi teknologi perdagangan, risiko transaksi di luar bursa reguler, fenomena penghapusan pencatatan saham, hingga mekanisme perdagangan alternatif seperti kolam likuiditas tertutup. Pembaca juga akan mempelajari prosedur teknis pemesanan saham,

cara membaca kinerja indeks pasar, serta perkembangan instrumen reksa dana yang diperdagangkan di bursa. Selain itu, dipaparkan pula beragam jalur pengelolaan investasi yang dapat dipilih sesuai kebutuhan, mulai dari penggunaan layanan pialang daring secara mandiri, jasa manajer kekayaan profesional, sistem penasihat otomatis, hingga pengelolaan program dana pensiun. Sebagai pelengkap wawasan, bagian akhir ini turut memperkenalkan instrumen derivatif berupa perdagangan opsi dan kontrak berjangka, serta dinamika aksi korporasi seperti merger, akuisisi, dan aturan ketat mengenai perdagangan orang dalam.

Penyusunan buku ini merupakan wujud dedikasi untuk menghadirkan referensi investasi yang komprehensif namun tetap membumi, sehingga dapat menjadi teman belajar bagi investor pemula maupun pegangan bagi pembaca yang ingin memperkokoh kerangka berpikir analitisnya. Saya menyadari sepenuhnya bahwa dunia keuangan dan pasar modal senantiasa bergerak dinamis mengikuti perkembangan zaman. Oleh karena itu, kritik, masukan, dan saran yang membangun dari para pembaca sangat saya harapkan demi penyempurnaan karya ini pada edisi mendatang.

Akhir kata, semoga kehadiran buku ini mampu memberikan pencerahan, memperluas wawasan finansial, serta membekali Anda dengan kepercayaan diri untuk mengambil keputusan investasi secara bijak, rasional, dan terukur. Selamat membaca dan selamat bertumbuh bersama pasar saham.

Semarang, November 2026
Penulis

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

DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR ..... **i**
DAFTAR ISI ..... **iii**
BAB 1 STRUKTUR KEPEMIMPINAN PERUSAHAAN **1**
1.1 Jajaran Eksekutif Perusahaan 1
1.2 Melindungi Kepentingan Pemegang Saham 2
BAGIAN PERTAMA PERUSAHAAN **3**
BAB 2 ANALISIS LAPORAN KEUANGAN DAN KINERJA PERUSAHAAN **5**
2.1 Analisis Pendapatan Dan Profitabilitas Perusahaan 5
2.2 Analisis Aset, Liabilitas, Dan Ekuitas Perusahaan 8
2.3 Analisis Arus Kas Dan Pengelolaan Keuangan Perusahaan 10
BAB 3 SUMBER DAN STRATEGI PENDANAAN MODAL PERUSAHAAN **13**
3.1 Perbedaan Konsep Modal Dan Uang 13
3.2 Strategi Pendanaan Perusahaan Melalui Utang Dan Ekuitas 13
BAGIAN KEDUA SAHAM **20**
BAB 4 KONSEP DASAR, JENIS, DAN KARAKTERISTIK SAHAM **21**
4.1 Pengertian Dan Mekanisme Kepemilikan Saham 21
4.2 Perubahan Jumlah Saham Dan Dampaknya Terhadap Kepemilikan Investor 22
4.3 Harga Saham Dan Mekanisme Pemecahan Saham 23
4.4 Jenis Saham Dan Hak Suara Pemegang Saham 24
4.5 Konsep Dan Prinsip Tanggung Jawab Terbatas Dalam Investasi Saham 25
4.6 Karakteristik Dan Prioritas Hak Saham Preferen 26
BAB 5 MEKANISME KEPEMILIKAN SAHAM DAN KARAKTERISTIK INVESTOR **28**
5.1 Metode Kepemilikan Saham Dan Perlindungan Investor 28
5.2 Komunikasi Perusahaan Dan Hak Suara Pemegang Saham 30
5.3 Karakteristik Investor Ritel, Institusional, Dan Aktivis 32
5.4 Pendekatan Investasi Institusional 34
BAB 6 SUMBER KEUNTUNGAN INVESTASI SAHAM **38**
6.1 Dividen Saham: Imbal Hasil, Keberlanjutan, Dan Mekanisme Pembayaran 38
6.2 Investasi Kembali Dividen, Pertumbuhan Majemuk, Dan Perpajakan 41
6.3 Keuntungan Modal Dan Faktor Yang Memengaruhi Harga Saham 43
6.5 Kebijakan Dividen Dan Pertumbuhan Perusahaan 44
6.6 Pembelian Kembali Saham Dan Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan 46
6.7 Tren Keuntungan Modal Dan Dividen Dalam Investasi Saham 49
BAB 7 VALUASI SAHAM DAN STRATEGI INVESTASI KONTRARIAN **52**
7.1 Metode Dan Rasio Valuasi Saham 53
7.2 Valuasi Saham, Sentimen Pasar, Dan Strategi Investasi Kontrarian 57
BAB 8 LIKUIDITAS SAHAM DAN PEMANFAATANNYA SEBAGAI ASET PERUSAHAAN **62**

8.1 Saham Sebagai Instrumen Kompensasi Dan Pendanaan Perusahaan 63
BAB 9 MEKANISME IPO, KINERJA SAHAM, DAN ALTERNATIF GO PUBLIC 68
9.1 Peran Prospektus Dan Bank Investasi Dalam Proses IPO 68
9.2 Mekanisme Dan Perdagangan Saham IPO 70
9.3 Kinerja Saham IPO Dan Faktor Penentunya 74
9.4 Alternatif IPO: Direct Listing Dan SPAC..... 78
BAGIAN KETIGA PASAR SAHAM 81
BAB 10 STRUKTUR DAN MEKANISME PERDAGANGAN DI PASAR SAHAM..... 82
10.1 Evolusi Teknologi Dan Sistem Perdagangan Saham..... 85
10.2 Perdagangan Saham OTC Dan Risiko Pink Sheets 86
10.3 Delisting Saham Dan Transformasi Perdagangan Elektronik..... 87
10.4 Mekanisme Perdagangan Alternatif, Dark POOL, Dan Investor Institusional..... 89
BAB 11 MEKANISME TRANSAKSI SAHAM..... 93
11.1 Prosedur Dan Jenis Pesanan Saham..... 95
BAB 12 INDEKS SAHAM, KINERJA PASAR, DAN INVESTASI ETF 103
12.1 Kinerja Historis, Risiko, Dan Volatilitas Indeks Saham..... 105
12.2 Konsep, Jenis, Dan Perkembangan ETF 114
BAB 13 ALTERNATIF DAN MEKANISME PENGELOLAAN INVESTASI SAHAM 119
13.1 Mekanisme Dan Layanan Broker Daring 119
13.2 Layanan Dan Pengelolaan Kekayaan Profesional 120
13.3 Konsep Dan Mekanisme Pengelolaan Investasi Robo-Advisor..... 122
13.4 Program Dan Pengelolaan Dana Pensiun 123
BAB 14 PERDAGANGAN OPSI DAN KONTRAK BERJANGKA..... 125
14.1 Konsep Dasar Opsi (Option) 125
14.2 Mekanisme Dan Komponen Dasar Opsi Saham..... 126
14.3 Strategi Dan Risiko Pembelian Opsi Call..... 127
14.4 Strategi Dan Risiko Penjualan Opsi Call..... 129
14.5 Strategi Dan Risiko Opsi Put 130
14.6 Strategi Penjualan Opsi Put..... 131
14.7 Konsep Dasar Kontrak Berjangka 131
14.8 Mekanisme Dan Perdagangan Kontrak Berjangka 132
14.9 Strategi, Risiko, Dan Perdagangan Kontrak Berjangka..... 134
BAB 15 MERGER, AKUISISI, DAN PERDAGANGAN ORANG DALAM 136
15.1 Konsep, Regulasi, Dan Risiko Perdagangan Orang Dalam 140
15.2 Penutup Dan Pengembangan Wawasan Pasar Saham..... 141
DAFTAR PUSTAKA 143

BAB 1
STRUKTUR KEPEMIMPINAN PERUSAHAAN

PERUSAHAAN bisa tampak seperti entitas raksasa yang rumit, namun pada akhirnya, keberfungsiannya sangat bergantung pada orang-orang yang menjalankannya. Dalam bab ini, kita akan membahas struktur korporat yang umum di Amerika Serikat. Struktur ini biasanya terdiri dari dua tingkatan: jajaran eksekutif dan dewan direksi. Para eksekutif mengelola operasional bisnis sehari-hari, sementara dewan direksi memastikan bahwa para eksekutif tersebut bertindak demi kepentingan terbaik pemilik perusahaan.

1.1 JAJARAN EKSEKUTIF PERUSAHAAN

Saudara laki-laki saya, Joey, memiliki dan mengelola sebuah truk makanan (food truck) di Austin, Texas. Sebagai pemilik usaha kecil, ia bertanggung jawab atas pengambilan keputusan strategis perusahaan, akuntansi, operasional, pemasaran, sumber daya manusia, dan sebagainya. Di perusahaan besar, jenis-jenis pekerjaan tersebut tetap sama, namun cakupannya terlalu luas untuk ditangani oleh satu orang saja. Posisi manajerial yang lazim ditemukan di sebagian besar perusahaan besar bukanlah sekadar gelar tanpa dasar. Peran-peran ini mencerminkan pembagian tanggung jawab yang logis, yang membantu perusahaan besar untuk berfungsi dan beroperasi secara efisien. Posisi eksekutif senior yang paling umum ditemukan di perusahaan-perusahaan besar adalah:

- **Chief Executive Officer (CEO)** adalah eksekutif dengan jabatan tertinggi di perusahaan. Ia merupakan wajah dari perusahaan tersebut. CEO biasanya menangani keputusan strategis tingkat tinggi dan mengarahkan strategi pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan.
- **Chief Operating Officer (COO)** mengawasi fungsi administratif dan operasional sehari-hari perusahaan. COO biasanya melapor langsung kepada CEO dan sering kali dianggap sebagai eksekutif dengan jabatan tertinggi kedua di perusahaan.
- **Selanjutnya, Chief Financial Officer (CFO)** bertanggung jawab mengelola divisi keuangan dan akuntansi perusahaan. CFO bertugas memantau kinerja keuangan perusahaan, mengusulkan langkah-langkah untuk meningkatkannya, serta mengawasi penyusunan dan penyampaian laporan keuangan yang akurat dan tepat waktu.

Peran-peran ini sering disebut sebagai posisi tingkat C (C-level), yang secara kolektif dikenal sebagai "C-suite". Beberapa posisi tingkat C lainnya yang umum mencakup Chief Information Officer (CIO), *Chief Marketing Officer* (CMO), dan *Chief Technology Officer* (CTO), di antara posisi lainnya. Ketika para investor di Wall Street bertemu dengan sebuah perusahaan untuk menilai prospek investasinya, mereka biasanya akan bertemu dengan CEO dan CFO.

CEO ibarat kapten kapal; ia mampu menjelaskan kepada para investor ke mana arah tujuan perusahaan dan bagaimana rencana untuk mencapainya. Sementara itu, CFO dapat mendukung visi tersebut dengan data angka. Mereka mengetahui seberapa jauh perjalanan

yang telah ditempuh, berapa banyak bahan bakar yang tersisa, serta berapa banyak orang yang harus berada di dalam kapal tersebut. Para investor juga akan berkomunikasi secara berkala dengan Kepala Hubungan Investor (*Head of Investor Relations/IR*) perusahaan, yang berperan mengelola komunikasi perusahaan dengan komunitas investasi.

1.2 MELINDUNGI KEPENTINGAN PEMEGANG SAHAM

Banyak hal yang terjadi di sebuah perusahaan besar. CEO beserta seluruh jajaran manajernya bekerja sepanjang waktu untuk mengembangkan bisnis. Namun, siapa yang mengawasi semua kegiatan ini dan memastikan bahwa semuanya dilakukan demi kepentingan terbaik para pemilik perusahaan? Di sinilah peran dewan direksi. Dewan direksi dipilih oleh para pemegang saham (pemilik) perusahaan dan bertanggung jawab untuk menunjuk serta mengawasi tim manajemen senior.

Tujuannya adalah untuk melindungi kepentingan pemegang saham. Pada perusahaan kecil yang dikelola oleh keluarga, para manajer bisnis sekaligus merupakan pemiliknya, sehingga kepentingan mereka selaras. Namun, ketika sebuah perusahaan tumbuh menjadi besar dan kepemilikannya tersebar di antara banyak investor—yang tidak terlibat dalam pengelolaan operasional sehari-hari—kepentingan pihak-pihak tersebut bisa menjadi tidak lagi selaras. Coba pikirkan: jika Anda berinvestasi di sebuah perusahaan yang tidak Anda awasi secara langsung, siapa yang bisa menjamin bahwa CEO yang Anda bayar untuk mengelola perusahaan tersebut tidak akan justru menguras bisnis itu demi mengisi kantong pribadinya? Inilah hal yang coba dicegah oleh sistem hierarki perusahaan dua tingkat (*two-tier corporate hierarchy*). Pihak yang menjalankan operasional bisnis sehari-hari bertanggung jawab kepada dewan direksi, yang pada gilirannya bertanggung jawab kepada para pemegang saham.

BAGIAN PERTAMA
PERUSAHAAN

SETIAP PENJELAJAHAN tentang saham dan pasar saham sebaiknya dimulai dengan pemahaman dasar tentang perusahaan. Meskipun fluktuasi harga saham sehari-hari itu menarik dan mendapat banyak perhatian, di balik semua aktivitas itu, terdapat perusahaan nyata. Perusahaan adalah bisnis. Mereka beroperasi di berbagai industri dan mempromosikan berbagai tujuan, tetapi mereka semua memiliki tujuan yang sama: menghasilkan keuntungan. Kemampuan mereka untuk melakukannya adalah yang pada akhirnya menentukan nilainya. Dalam memikirkan perusahaan atau bisnis apapun, ada beberapa hal yang ingin Anda ketahui. Siapa orang-orang yang mengelola perusahaan? Bagaimana kinerja perusahaan dievaluasi? Dan dari mana modal untuk mendanai perusahaan berasal? Tiga topik ini

Dewan direksi dipimpin oleh seorang ketua (*chair*), yang secara teknis merupakan pemimpin perusahaan. Ketua tersebut mungkin juga menjalankan kegiatan operasional sehari-hari perusahaan sebagai CEO, namun dalam banyak kasus, posisi ketua dan CEO dipegang oleh orang yang berbeda. Demi menjaga mekanisme pengawasan dan keseimbangan (*checks and balances*) yang tepat, perusahaan publik yakni perusahaan yang sahamnya dapat dibeli oleh masyarakat umum biasanya lebih memilih untuk memisahkan kedua posisi tersebut. Beberapa wirausahawan mungkin ingin tetap memegang kendali penuh atas perusahaan mereka, dan dalam situasi tertentu, para investor pun mungkin bersedia memberikan kendali tersebut kepada mereka. Sebagai contoh, saat tulisan ini dibuat, pendiri Facebook, Mark Zuckerberg, menjabat sebagai ketua sekaligus CEO Meta.

Dalam kasus lain bahkan wirausahawan yang sangat sukses sekalipun bersedia melepaskan sebagian kekuasaan mereka dengan melepas salah satu dari posisi tersebut, baik sebagai CEO maupun ketua. Pendiri Tesla, Elon Musk, tetap menjalankan perusahaannya sebagai CEO, namun ia telah melepas posisi ketua. Sebaliknya, pendiri Amazon, Jeff Bezos, memilih untuk menyerahkan jabatan CEO kepada orang lain, tetapi tetap mempertahankan posisi sebagai ketua.

Ketua dewan direksi dipilih oleh para anggota dewan. Terdapat dua jenis anggota dewan: direktur internal (*inside directors*) dan direktur eksternal (*outside directors*). Direktur internal adalah anggota dewan yang bekerja untuk perusahaan mereka memiliki peran operasional sehari-hari di perusahaan tersebut, seperti CEO, CFO, atau posisi senior lainnya. Direktur eksternal adalah anggota dewan yang bukan merupakan karyawan perusahaan. Kualifikasi untuk direktur eksternal bisa bervariasi. Idealnya, perusahaan berupaya membentuk dewan yang komprehensif, yang terdiri dari pemikir independen dengan keahlian di berbagai bidang terutama keuangan, teknologi, dan keamanan siber. Dewan perusahaan publik perlu menjaga keseimbangan antara direktur internal dan eksternal. Tujuan dari perpaduan antara pihak internal dan eksternal dalam dewan perusahaan adalah untuk menghadirkan keberagaman perspektif mengenai cara bisnis dikelola khususnya, apakah bisnis tersebut dikelola dengan cara yang melayani kepentingan pemegang saham.

Secara teoretis, direktur internal sangat memahami perusahaan, namun mereka mungkin memiliki bias atau cenderung mementingkan diri sendiri. Di sisi lain, direktur eksternal mungkin tidak terlibat sedekat itu dengan operasional bisnis sehari-hari, tetapi mereka mampu memberikan sudut pandang yang objektif dan membantu memastikan kepentingan pemegang saham tetap terpenuhi. Kombinasi antara direktur internal dan eksternal dianggap mampu menyeimbangkan kebutuhan bisnis dengan kepentingan para pemiliknya. Di Amerika Serikat, *Securities and Exchange Commission* (SEC) sebuah lembaga pemerintah independen yang bertugas melindungi investor serta menjaga pasar yang adil dan tertib menetapkan ketentuan bahwa dewan perusahaan harus mengadakan pertemuan setidaknya satu kali dalam setiap kuartal. Kini kita telah mengetahui siapa saja pihak yang mengelola dan mengawasi perusahaan. Pada bab berikutnya, kita akan membahas bagaimana kinerja mereka dalam mengelola bisnis dievaluasi.

BAB 2
ANALISIS LAPORAN KEUANGAN DAN KINERJA PERUSAHAAN

Para eksekutif biasanya akan memaparkan prospek yang cerah bagi perusahaan mereka. Hal ini wajar saja. Pekerjaan mereka bergantung pada kemampuan mereka untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Lantas, bagaimana cara Anda menilai kinerja tersebut tanpa sekadar memercayai perkataan para eksekutif itu? Terdapat beberapa istilah akuntansi dasar yang lazim digunakan untuk mengukur kinerja dan kesehatan perusahaan secara keseluruhan seperti pendapatan, beban, laba, arus kas, aset, dan sebagainya. Istilah-istilah ini membentuk bahasa dunia bisnis dan penting untuk dipahami guna mengetahui bagaimana tindakan perusahaan diterjemahkan menjadi keuntungan nyata dalam bentuk uang. Anda tentu tidak perlu menjadi seorang akuntan untuk memahami pasar saham, namun memiliki pemahaman umum mengenai istilah-istilah akuntansi yang lazim digunakan akan membantu Anda untuk ikut serta dalam diskusi terkait. Secara pribadi, saya merasa akuntansi sangat membosankan saat masih di bangku sekolah. Akuntansi baru menjadi menarik setelah saya melihatnya sebagai papan skor numerik untuk kegiatan bisnis yang nyata. Ini ibarat statistik dalam dunia olahraga. Jika Anda bukan penggemar bola basket, maka mencermati statistik seperti poin, *assist*, *rebound*, *steal*, dan *turnover* akan terasa tidak bermakna.

Namun, jika Anda seorang penggemar yang menyaksikan LeBron James berjuang meraih gelar juara, Anda akan menyadari bahwa ia akan mengumpulkan berbagai statistik tersebut selama pertandingan, dan statistik itulah yang memberikan gambaran mengenai performanya. Terdapat tiga laporan keuangan utama yang disediakan oleh perusahaan, yang memuat angka-angka penting. Ketiga laporan tersebut adalah laporan laba rugi, neraca, dan laporan arus kas. Secara keseluruhan, ketiga laporan keuangan ini menyajikan gambaran numerik mengenai kesehatan keuangan dan nilai dasar suatu perusahaan. Sekarang, kita akan membahas masing-masing laporan tersebut secara berurutan.

2.1 ANALISIS PENDAPATAN DAN PROFITABILITAS PERUSAHAAN

Laporan laba rugi suatu perusahaan menunjukkan seberapa besar keuntungan atau kerugian yang diperoleh selama periode waktu tertentu. Para investor mencermati laporan laba rugi karena dokumen ini memberikan gambaran mengenai kinerja perusahaan saat ini. Laporan ini memperlihatkan jumlah pendapatan yang diperoleh perusahaan dari penjualan dibandingkan dengan jumlah pengeluaran yang telah dikeluarkan. Laporan ini sangat berguna untuk membandingkan perkembangan perusahaan dari satu periode ke periode berikutnya. CEO sebuah perusahaan mungkin membanggakan berbagai inisiatif menjanjikan yang sedang dijalankan, namun jika pendapatan justru turun drastis dibandingkan tahun sebelumnya, hal ini bisa menjadi alasan untuk merasa khawatir. Sebaliknya, CEO perusahaan lain mungkin tidak terlalu banyak bercerita, tetapi jika pendapatan meningkat pesat dibandingkan tahun sebelumnya, berarti mereka jelas telah melakukan langkah yang tepat. Tabel 2.1 merupakan ilustrasi dari laporan laba rugi sederhana.

Tabel 2.1 Laporan laba rugi sederhana

LAPORAN LABA RUGI **PERIODE 1**
Pendapatan
- Harga pokok penjualan
Laba kotor
- Beban operasional
Laba operasional
- Pendapatan/beban non-operasional
Laba sebelum pajak
- Pajak penghasilan
Laba bersih
/ Saham beredar
Laba per saham

Istilah "penjualan" (*sales*) dan "pendapatan" (*revenue*) sering kali digunakan secara bergantian. Perbedaannya adalah, penjualan hanya merujuk pada uang yang diterima perusahaan dari pelanggan yang melakukan pembayaran. Sementara itu, pendapatan dapat mencakup uang yang diterima dari kegiatan lain di luar operasional, seperti memperoleh bunga dari tabungan atau melikuidasi aset perusahaan. Truk makanan milik saudara laki-laki saya, Joey, menjual burger. Ketika seseorang menyerahkan uang Rp 100.000 untuk membeli burger, itu murni merupakan penjualan.

Mencatatkan penjualan yang tinggi memang bagus dan bisa menjadi pertanda positif adanya permintaan terhadap suatu produk, namun pada akhirnya, penjualan tersebut harus menghasilkan keuntungan. Penjualan sebesar Rp 10 juta tidak banyak membantu Joey jika ia mengeluarkan biaya lebih dari jumlah tersebut untuk membeli bahan-bahannya. Biaya untuk bahan-bahan seperti daging, roti, saus tomat merupakan sebuah pengeluaran. Secara kolektif, biaya-biaya ini disebut sebagai harga pokok penjualan atau *cost of goods sold* (COGS). Harga pokok penjualan mencakup biaya langsung untuk memproduksi barang yang dijual oleh suatu perusahaan. Komponen yang termasuk dalam COGS akan bervariasi tergantung pada industrinya.

Dalam kasus Joey, komponen ini terutama mencakup bahan-bahan untuk membuat burger, serta piring, serbet, dan perlengkapan pendukung lainnya. Jika harga pokok penjualan Joey hari itu adalah Rp 4 juta dan ia mencatatkan penjualan sebesar Rp 10 juta, maka laba kotornya hari itu adalah Rp 6 juta. Laba kotor (*gross profit*) adalah keuntungan yang diperoleh perusahaan setelah mengurangi biaya langsung (harga pokok penjualan) dari pendapatan totalnya. Istilah ini terkadang juga disebut sebagai pendapatan kotor atau laba penjualan. Laba kotor sering kali dinyatakan dalam bentuk persentase yang disebut margin kotor (*gross margin*). Margin kotor menunjukkan berapa persen dari nilai penjualan yang merupakan keuntungan. Dalam contoh ini, dari Rp 10 juta yang diperoleh melalui penjualan burger, Rp 6 juta di antaranya adalah keuntungan, sehingga margin kotornya sebesar 60%. Margin kotor

menjadi penting karena merupakan titik awal untuk menilai profitabilitas suatu bisnis. Jika Anda tidak bisa menjual produk dengan harga yang lebih tinggi daripada biaya untuk memperoleh atau memproduksinya, mungkin Anda perlu meninjau kembali model bisnis Anda.

Sayangnya bagi sebuah bisnis, harga pokok penjualan bukanlah satu-satunya pengeluaran. Terdapat biaya lain untuk berbagai hal seperti tenaga kerja, sewa, iklan, asuransi, utilitas, dan perlengkapan kantor. Jenis biaya tidak langsung ini dikenal sebagai beban operasional (*operating expenses*). Beban operasional adalah pengeluaran bisnis yang tidak berkaitan langsung dengan persediaan. Biaya-biaya ini terkadang disebut sebagai biaya penjualan, umum, dan administrasi, atau disingkat SG&A. Mengurangi beban operasional dari laba kotor akan menghasilkan laba operasional (*operating income*) suatu perusahaan.

Laba operasional adalah keuntungan yang dihasilkan dari kegiatan bisnis inti. Ini merupakan sisa uang setelah memperhitungkan biaya produk dan biaya untuk menjalankan bisnis tersebut. Laba operasional yang dinyatakan sebagai persentase dari penjualan disebut margin operasional (*operating margin*). Margin operasional atau disingkat margin OP merupakan rasio yang berguna untuk mengukur profitabilitas bisnis inti suatu perusahaan. Rasio ini sering dicermati oleh para investor. Karena margin OP dinyatakan sebagai persentase dari penjualan bukan dalam angka nominal mata uang, rasio ini sangat membantu untuk membandingkan profitabilitas berbagai perusahaan dalam industri yang sama, serta untuk mengukur tren profitabilitas dari waktu ke waktu.

Sebagai contoh, jika margin operasional Joey adalah 10%, sementara truk burger lain di jalan yang sama memiliki margin operasional 15%, maka Joey mungkin bisa meningkatkan kemampuannya dalam mengubah penjualan menjadi laba. Bagi pemilik bisnis, perhitungan tidak berhenti sampai pada laba operasional saja. Hal-hal seperti pembayaran bunga, biaya restrukturisasi, penghapusan nilai persediaan (*inventory write-offs*), dan pembayaran untuk penyelesaian tuntutan hukum memang bukan cerminan langsung dari kinerja bisnis inti, namun tetap merupakan pengeluaran nyata. Ini adalah uang yang keluar dari kantong pemilik bisnis. Biaya-biaya semacam ini dikategorikan sebagai beban non-operasional (*non-operating expenses*). Jika aktivitas-aktivitas yang tidak rutin ini justru menghasilkan keuntungan bagi perusahaan, maka hal tersebut dianggap sebagai pendapatan non-operasional (*non-operating income*).

Setelah sebuah bisnis memperhitungkan beban non-operasionalnya, maka akan diperoleh laba sebelum pajak (*pre-tax income*). Laba sebelum pajak adalah jumlah total keuntungan yang diperoleh sebelum dikurangi pajak. Namun tentu saja, pemerintah selalu mendapatkan bagiannya. Setelah pajak dibayarkan, sampailah Anda pada angka akhir yang dikenal sebagai laba bersih (*net income*). Laba bersih, yang sering disebut sebagai penghasilan (*earnings*), adalah keuntungan yang tersisa setelah semua beban dilunasi. Penghasilan merupakan tujuan umum sekaligus tujuan akhir bagi perusahaan. Jalan dan waktu yang diperlukan untuk mencapainya memang bervariasi, namun tujuan semua perusahaan adalah agar pada suatu titik mereka dapat menghasilkan laba positif bagi para pemiliknya.

2.2 ANALISIS ASET, LIABILITAS, DAN EKUITAS PERUSAHAAN

Laporan laba rugi sering kali mendapatkan banyak perhatian karena menunjukkan kinerja perusahaan saat ini, namun laporan tersebut tidak memberikan gambaran yang utuh. Sebuah pasukan mungkin tampak menjanjikan di medan laga, tetapi jika negara tersebut tidak memiliki cadangan emas di dalam brankasnya, negara itu mungkin tidak akan mampu bertahan. Laporan laba rugi menggambarkan pertempurannya, sementara neraca keuangan menggambarkan keseluruhan perangnya. Neraca keuangan merupakan potret mengenai apa yang dimiliki dan apa yang menjadi kewajiban (utang) suatu perusahaan. Meskipun neraca keuangan mungkin terlihat rumit dan sulit dipahami, konsep dasarnya sebenarnya cukup sederhana:

Aset = Kewajiban + Ekuitas
Atau dengan cara lain yang mungkin lebih intuitif:
Aset – Kewajiban = Ekuitas.

Bayangkan ini seperti menghitung kekayaan bersih pribadi Anda. Jumlahkan semua yang Anda miliki (aset), kurangi dengan semua yang Anda utang (kewajiban), maka hasilnya adalah kekayaan bersih Anda (ekuitas). Terdapat buku teks lengkap yang dikhususkan untuk menguraikan istilah-istilah akuntansi ini, jadi kita tidak akan membahas semuanya secara sangat mendetail di sini; namun, kita akan mengulas secara garis besar apa saja yang tercakup dalam tiga kategori utama. Tabel 2.2 merupakan ilustrasi dari neraca keuangan sederhana.

Tabel 2.2: Neraca keuangan sederhana

NERACA KEUANGAN PERUSAHAAN XYZ 31 DESEMBER 2023			
Aset		**Liabilitas & ekuitas**	
Aset lancar	Kas & setara kas	**Liabilitas Jangka Pendek**	Utang usaha
	Surat berharga yang mudah diperjualbelikan		Beban akrual
	Piutang usaha		Utang jangka pendek
	Persediaan	**Liabilitas Jangka Panjang**	Utang jangka panjang
	Beban dibayar di muka		Liabilitas jangka panjang lainnya

Aset jangka panjang	Investasi jangka panjang	**Ekuitas Pemegang Saham**	Saham preferen
	Aset tetap		Saham biasa
	Goodwill		Tambahan modal disetor
	Aset takberwujud		Laba ditahan
	Aset jangka panjang lainnya		Saham treasuri

Kategori pertama adalah aset.

Aset

Aset mencakup segala sesuatu yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Aset biasanya dibagi menjadi aset lancar dan aset jangka panjang (aset tidak lancar). Aset lancar bersifat likuid, yang berarti aset tersebut dapat segera diubah menjadi kas jika diperlukan. Contoh aset jenis ini meliputi kas dan investasi jangka pendek. Ketika Anda mendengar bahwa suatu perusahaan memiliki banyak kas dalam neraca keuangannya, biasanya tidak semua dana tersebut tersimpan dalam bentuk uang tunai fisik. Dana tersebut mungkin disimpan dalam bentuk setara kas seperti reksa dana pasar uang yang aman namun memberikan imbal hasil kecil atau diinvestasikan dalam instrumen keuangan yang dapat diperjualbelikan, misalnya surat berharga pemerintah. Aset lancar juga mencakup aset yang diperkirakan dapat dicairkan menjadi uang tunai dalam waktu satu tahun, seperti persediaan barang dan piutang usaha.

Jika perusahaan Anda menjual kaus, Anda harus memproduksi atau mendatangkan kaus tersebut, menempatkannya di rak, lalu berharap barang itu akan terjual. Sebelum terjual, persediaan tersebut adalah milik Anda sehingga tercatat sebagai aset dalam neraca keuangan. Para investor di sektor ritel sangat memperhatikan tingkat persediaan, karena jika pelanggan tidak meminati produk perusahaan, perusahaan tersebut mungkin terpaksa memberikan diskon besar-besaran untuk menghabiskan stok barangnya. Pernahkah Anda mengunjungi toko beberapa minggu setelah Natal dan mendapati banyak pernak-pernik bertema Santa Claus yang dijual dengan harga diskon besar? Dalam situasi seperti itu, nilai persediaan yang tercatat di neraca perusahaan kemungkinan besar lebih rendah daripada nilai yang diharapkan sebelumnya. Kelompok aset lainnya disebut sebagai aset jangka panjang. Ini mencakup aset milik perusahaan yang membutuhkan waktu lebih dari satu tahun untuk dapat diubah sepenuhnya menjadi uang tunai. Kelompok ini meliputi aset berwujud seperti properti, pabrik, dan mesin serta aset tidak berwujud, seperti investasi jangka panjang dan kekayaan intelektual. Kategori kedua dalam neraca keuangan adalah liabilitas (kewajiban).

Liabilitas

Liabilitas mencakup segala sesuatu yang menjadi kewajiban atau utang perusahaan. Seperti halnya aset, liabilitas dibagi menjadi liabilitas lancar (yang harus dilunasi dalam waktu satu tahun) dan liabilitas jangka panjang (tidak lancar). Jenis liabilitas yang paling umum adalah utang. Utang yang harus segera dibayar dikategorikan sebagai liabilitas lancar, sedangkan utang dengan jangka waktu pelunasan yang lebih lama dikategorikan sebagai liabilitas jangka panjang. Utang usaha (*accounts payable*) merupakan salah satu bentuk utang jangka pendek,

di mana perusahaan memiliki kewajiban pembayaran kepada vendor atau pemasok yang telah menyediakan barang atau jasa secara kredit. Sederhananya, setiap kewajiban pembayaran merupakan liabilitas yang akan mengurangi kekayaan bersih perusahaan. Selanjutnya, terdapat kategori ketiga sekaligus terakhir dalam neraca keuangan, yaitu ekuitas pemegang saham.

Ekuitas Pemegang Saham

Ekuitas pemegang saham adalah nilai yang tersisa bagi pemilik perusahaan setelah total aset dikurangi dengan total liabilitas. Ini merupakan kekayaan bersih perusahaan di atas kertas. Namun, perlu dicatat bahwa ekuitas pemegang saham hanyalah nilai teoretis yang hanya memperhitungkan selisih antara aset dan kewajiban perusahaan, tanpa mempertimbangkan potensi pertumbuhan atau kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Tentu saja, prospek pertumbuhan merupakan faktor penting dalam menentukan nilai riil suatu perusahaan.

Perusahaan seperti Apple dan Amazon memiliki nilai yang sangat besar bukan sekadar karena neraca keuangan mereka menunjukkan bahwa nilai aset fisik (seperti bangunan) dan kas lebih besar daripada utang mereka. Perusahaan-perusahaan ini bernilai tinggi karena telah membangun bisnis dan merek yang luar biasa, yang menurut para investor akan terus menghasilkan keuntungan signifikan untuk jangka panjang. Jadi, ekuitas pemegang saham dalam neraca keuangan tidak sama dengan nilai perusahaan di pasar, yang dikenal sebagai kapitalisasi pasar (*market capitalization*). Kapitalisasi pasar atau sering disebut market cap adalah total nilai dari seluruh saham perusahaan. Ini merupakan nilai perusahaan secara real-time yang ditentukan oleh para pembeli dan penjual saham tersebut.

Pada akhir tahun fiskal 2022, neraca keuangan Apple menunjukkan ekuitas pemegang saham sekitar Rp 507 triliun. Namun, kapitalisasi pasarnya pada saat itu mencapai lebih dari Rp 20 kuadriliun! Meskipun ekuitas pemegang saham tidak mencerminkan nilai perusahaan di pasar, angka ini tetap menjadi tolok ukur penting untuk menilai kesehatan fundamental suatu bisnis.Ketika ekuitas pemegang saham bernilai positif dan cukup besar, ini menandakan bahwa perusahaan memiliki aset yang memadai untuk menutupi seluruh kewajibannya. Ibarat sebuah negara yang memiliki cadangan emas di brankasnya, perusahaan tersebut siap untuk bertahan dalam situasi sulit yang berkepanjangan. Sebaliknya, jika ekuitas pemegang saham rendah atau negatif, itu berarti jumlah utang lebih besar daripada aset. Jika kondisi ini terus berlanjut, perusahaan bisa menghadapi risiko kebangkrutan.

2.3 ANALISIS ARUS KAS DAN PENGELOLAAN KEUANGAN PERUSAHAAN

Laporan terakhir dari tiga laporan keuangan krusial adalah laporan arus kas (*cash flow statement*). Bagi individu, laporan pajak mungkin memberikan gambaran yang berbeda dibandingkan dengan melihat catatan setoran dan penarikan di rekening bank. Hal yang sama berlaku untuk sebuah bisnis. Laporan arus kas menyajikan perincian mengenai uang yang masuk ke dalam dan keluar dari bisnis selama periode tertentu. Laporan ini menunjukkan bagaimana kas digunakan sebuah aspek yang harus diperhatikan oleh setiap pemilik bisnis. Dalam kondisi lain yang setara, bisnis yang mampu menghasilkan banyak kas yang kemudian

dapat digunakan sesuai kebutuhan tentu berada dalam posisi yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang menghasilkan lebih sedikit kas. Laporan laba rugi suatu perusahaan mungkin menunjukkan perolehan laba yang kuat, namun bisa jadi sebagian besar kas tersebut harus digunakan untuk pemeliharaan properti, pabrik, dan peralatan.

Jenis pengeluaran pemeliharaan yang diperlukan ini dikenal sebagai belanja modal, atau disingkat CapEx (*capital expenditures*). Jika kebutuhan CapEx tinggi, perusahaan tidak akan memiliki banyak sisa kas bebas untuk melakukan hal-hal yang disukai investor, seperti membagikan dividen, melakukan pembelian kembali saham (*buyback*), atau melakukan investasi ulang guna mendorong pertumbuhan di masa depan. Bayangkan Anda adalah seorang investor dalam bisnis truk makanan milik saudara saya. Jika ia memperoleh laba Rp 500 juta tahun lalu, Anda tentu akan lebih senang jika ia mengatakan bahwa uang tersebut tersimpan di bank dan ia akan memberikan bagian untuk Anda, dibandingkan jika ia mengatakan bahwa seluruh uang itu harus habis untuk memperbaiki truk dan melunasi pinjaman. Tabel 2.3 menyajikan contoh laporan arus kas yang sangat sederhana.

Kita tidak akan membahas setiap istilah dalam laporan tersebut, namun Anda dapat melihat bahwa laporan ini terbagi menjadi tiga bagian utama: arus kas dari aktivitas operasi, arus kas dari aktivitas investasi, dan arus kas dari aktivitas pendanaan. Arus kas dari aktivitas operasi menunjukkan uang yang masuk dan keluar dari bisnis akibat kegiatan operasional rutin yaitu, cara utama bisnis tersebut menghasilkan pendapatan (melalui penjualan produk, layanan, dan sebagainya). Arus kas dari aktivitas investasi menunjukkan kas yang diperoleh atau dikeluarkan dari investasi yang dilakukan perusahaan, seperti pembelian peralatan atau penanaman modal di perusahaan lain. Sementara itu, arus kas dari aktivitas pendanaan menunjukkan uang yang masuk dan keluar dari bisnis yang berkaitan dengan pendanaan perusahaan, seperti melalui pinjaman, fasilitas kredit, atau ekuitas pemilik.

Tabel 2.3: Laporan arus kas sederhana

LAPORAN ARUS KAS **PERUSAHAAN XYZ** **TAHUN FISKAL YANG BERAKHIR 31 DESEMBER 2023**	
Arus Kas dari Aktivitas Operasi	
Laba Bersih	Rp 1M
Penambahan Kas	
Penyusutan	Rp 200jt
Kenaikan Utang Usaha	Rp 100jt
Pengurangan Kas	
Kenaikan Piutang Usaha	(Rp 200jt)
Kenaikan Persediaan	(Rp 300jt)
Kas Bersih dari Aktivitas Operasi	**Rp 800jt**
Arus Kas dari Aktivitas Investasi	
Pembelian Peralatan	(Rp 50jt)
Arus Kas dari Aktivitas Pendanaan	
Wesel Bayar	Rp 100jt

Arus Kas untuk Tahun Fiskal yang Berakhir 31 Desember 2022	**Rp 850jt**

Tanpa perlu membahas detail yang terlalu rumit, Anda dapat melihat dari laporan arus kas bahwa laba bersih tidak sama dengan kas. Pendapatan yang tercatat di atas kertas tidak selalu mencerminkan jumlah kas yang tersedia di bank. Pada akhirnya, kaslah yang digunakan untuk membayar berbagai kewajiban. Karena pemilik bisnis dan investor mencermati penggunaan setiap rupiah serta ingin memastikan tersedianya kas yang cukup untuk mendanai operasional, laporan arus kas menjadi pelengkap penting bagi laporan laba rugi dan neraca. Secara keseluruhan, laporan laba rugi, neraca, dan laporan arus kas memberikan wawasan yang baik mengenai kesehatan dan kinerja perusahaan secara menyeluruh. Kini kita memahami bagaimana kinerja suatu perusahaan dievaluasi. Pada bab berikutnya, kita akan membahas aspek krusial bagi pertumbuhan perusahaan, yaitu modal.

BAB 3
SUMBER DAN STRATEGI PENDANAAN MODAL PERUSAHAAN

Ibarat pohon yang menyerap air dari tanah untuk menunjang pertumbuhannya ke arah langit, sebuah perusahaan memerlukan sumber modal untuk mengembangkan bisnisnya. Istilah "modal" dan "uang" bisa dikatakan saling menggantikan. Perbedaannya terletak pada nuansa maknanya: modal merujuk pada dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai pertumbuhan. Istilah ini mengacu pada dana jangka panjang yang dimanfaatkan untuk tujuan-tujuan produktif. Modal juga merupakan dana yang memiliki biaya, terutama jika diperoleh melalui penerbitan utang atau ekuitas. Ibu Anda mungkin memberikan uang secara cuma-cuma, tetapi seorang investor akan mengenakan biaya atas modal yang mereka berikan.

3.1 PERBEDAAN KONSEP MODAL DAN UANG

Kata "modal" (dalam bahasa Inggris: *capital*) diyakini berasal dari istilah bahasa Latin abad pertengahan yang berarti "kepala", yang biasanya merujuk pada kepala ternak atau hewan peliharaan lainnya. Sejak dahulu, hewan ternak merupakan sumber kekayaan yang penting sekaligus sarana penyimpan nilai. Hewan ternak menjadi jembatan yang menghubungkan kekayaan saat ini dengan kekayaan di masa depan. Sebagai aset fisik, hewan ternak memiliki nilai bagi pemiliknya saat ini, sekaligus mampu berkembang biak sehingga dapat mempertahankan atau menciptakan nilai lebih (*surplus*) seiring berjalannya waktu. Para ekonom klasik, seperti Adam Smith yang dikenal sebagai "Bapak Ekonomi" mendefinisikan modal sebagai bagian dari aset suatu negara yang memicu produksi surplus dan meningkatkan produktivitas.

Sebaliknya, asal-usul kata "uang" (dalam bahasa Inggris: *money*) berkaitan dengan pencetakan mata uang. Kata money berasal dari istilah bahasa Latin *moneta*, yakni nama lain bagi dewi Romawi, Juno. Di dekat kuil dewi inilah bangsa Romawi pertama kali mulai mencetak koin sekitar tahun 300 SM. Jadi, saat mendengar kata "modal", bayangkan kekayaan jangka panjang yang mampu menghasilkan dan mempertahankan nilai seperti hewan ternak. Sementara saat mendengar kata "uang", bayangkan sarana pertukaran jangka pendek seperti koin.

3.2 STRATEGI PENDANAAN PERUSAHAAN MELALUI UTANG DAN EKUITAS

Idealnya, sebagian kebutuhan modal perusahaan dapat dipenuhi dari laba operasionalnya sendiri. Jika sebuah perusahaan mampu membiayai sebagian pertumbuhannya secara mandiri melalui kegiatan operasionalnya, hal itu menunjukkan bahwa model bisnis yang dijalankan menguntungkan dan mampu menopang pertumbuhan tersebut. Sebagai contoh, akan sangat menggembirakan jika melihat Joey membuka truk makanan keduanya dengan menggunakan keuntungan yang diperoleh dari truk yang pertama. Namun terkadang, khususnya untuk proyek-proyek yang memakan biaya besar, diperlukan modal dari pihak luar untuk mengembangkan bisnis tersebut. Bayangkan berapa banyak modal awal yang

dibutuhkan untuk membangun fasilitas seperti kilang minyak atau pabrik baja. Modal dari pihak luar diperlukan untuk memulai proyek-proyek berskala besar semacam itu.

Dalam dunia yang serba cepat seperti saat ini, ada kalanya kita tidak boleh membuang-buang waktu. Ketika teknologi mendisrupsi berbagai industri, muncul fenomena di mana pihak yang pertama kali bergerak akan mendapatkan keuntungan (*first-mover advantage*), atau terjadi dinamika di mana pemenang akan menguasai segalanya (*winner-take-all*). Dalam situasi seperti ini, pertumbuhan harus terjadi sekarang atau tidak sama sekali. Jika sebuah perusahaan menunggu hingga mencapai profitabilitas sebelum melakukan ekspansi, maka semuanya akan terlambat. Sebagai contoh, seandainya aplikasi layanan transportasi (*ridesharing*) Uber menunggu sampai meraih keuntungan sebelum berekspansi ke berbagai kota dan negara baru, jaringan mereka tidak akan pernah bisa berkembang.

Saat Uber mulai mendisrupsi pasar transportasi taksi, mereka menyadari bahwa kebanyakan orang tidak ingin memiliki terlalu banyak aplikasi layanan transportasi di ponsel mereka. Mereka tahu harus bergerak cepat agar menjadi satu-satunya aplikasi yang digunakan oleh semua orang. Memang butuh waktu untuk mencapai profitabilitas, tetapi mereka yakin gagasan mereka bersifat revolusioner. Jika mereka menunggu sampai memiliki keuntungan yang cukup untuk membangun jaringan, perusahaan lain pasti akan muncul dan mendahului mereka.

Uber bermula pada tahun 2008 hanya sebagai sebuah gagasan. Dalam kurun waktu lima tahun, para pendirinya, Travis Kalanick dan Garrett Camp, berhasil menggalang pendanaan swasta senilai ratusan juta rupiah. Menjelang tahun 2019, Uber telah mendominasi pasar layanan transportasi dengan valuasi perusahaan mencapai sekitar Rp 750 triliun. Padahal, saat itu mereka belum mencatatkan keuntungan! Lantas, dari mana pendanaan untuk pertumbuhan tersebut berasal, jika bukan dari laba operasional? Pendanaan itu datang dalam dua bentuk: utang dan ekuitas. Perusahaan yang membutuhkan modal untuk berkembang dapat memperolehnya dengan cara meminjam (utang) atau menyerahkan sebagian kepemilikan perusahaan (ekuitas). Baik pemberi pinjaman maupun pemilik ekuitas mengharapkan imbal hasil. Mereka menjalankan kegiatan bisnis, bukan memberikan sumbangan amal. Jika perusahaan memilih untuk meminjam uang, perusahaan tersebut wajib membayar bunga kepada pihak pemberi pinjaman. Jika perusahaan memilih untuk menerbitkan ekuitas demi mendapatkan modal, perusahaan tersebut diharapkan dapat menghasilkan imbal hasil positif bagi pemilik baru mungkin tidak secara langsung, tetapi pasti pada suatu titik waktu tertentu. Sebagian besar perusahaan besar menggunakan kombinasi pendanaan melalui utang dan ekuitas.

Utang

Utang adalah pinjaman. Anda memberikan uang kepada saya sekarang, dan saya akan mengembalikannya nanti beserta bunganya. Konsep ini cukup sederhana. Pada tahap awal, perusahaan kecil mungkin meminjam uang dari teman atau keluarga, atau menggunakan kartu kredit. Namun, seiring dengan pertumbuhan perusahaan, mereka dapat meminjam dari bank atau langsung dari investor institusional. Dua jenis utama pinjaman bank adalah pinjaman dengan angsuran (*installment loan*) dan pinjaman bergulir (*revolving loan*).

Dalam pinjaman dengan angsuran, perusahaan menerima sejumlah dana sekaligus di awal. Pinjaman tersebut harus dilunasi secara penuh pada tanggal tertentu di masa depan, dengan kewajiban membayar bunga secara berkala selama periode pinjaman berlangsung. Jika suatu pinjaman bersifat dijamin (*secured*), berarti perusahaan harus menyerahkan aset tertentu sebagai agunan. Agunan adalah sesuatu yang bernilai seperti efek (aset keuangan yang dapat diperdagangkan, contohnya saham dan obligasi), real estat, atau investasi lainnya yang berhak diambil oleh pihak pemberi pinjaman jika perusahaan gagal memenuhi kewajibannya untuk melunasi pokok pinjaman beserta bunganya.

Jika tidak ada agunan yang diserahkan untuk suatu pinjaman, maka pinjaman tersebut dianggap sebagai pinjaman tanpa jaminan (*unsecured*). Utang bergulir (*revolving debt*) dapat diibaratkan seperti memiliki kartu kredit dari bank. Perusahaan diberikan plafon kredit hingga jumlah tertentu yang dapat digunakan kapan pun diperlukan. Semakin besar jumlah plafon yang digunakan dan semakin lama dana tersebut dipinjam, maka semakin besar pula bunga yang harus dibayarkan. Bagi perusahaan berskala lebih besar, bank bukanlah satu-satunya pilihan. Jika terdapat permintaan, perusahaan dapat menerbitkan obligasi secara langsung kepada para investor. Obligasi merupakan surat utang, yang serupa dengan surat pengakuan utang (IOU). Perusahaan dapat menerbitkan obligasi untuk menggalang modal dari investor yang bersedia meminjamkan dana untuk jangka waktu tertentu.

Sebagai contoh, jika sebuah perusahaan membutuhkan dana tunai sebesar Rp 10 miliar untuk membiayai operasionalnya, perusahaan tersebut dapat menjual 1.000 lembar obligasi kepada publik, dengan nilai nominal masing-masing sebesar Rp 10 juta. Pihak individu maupun investor yang membeli obligasi tersebut akan mendapatkan janji pelunasan penuh sebesar nilai nominal obligasi pada tanggal tertentu di masa depan, yang disebut sebagai tanggal jatuh tempo. Selama periode sebelum tanggal jatuh tempo, pemegang obligasi akan menerima pembayaran bunga secara berkala. Dengan asumsi faktor lain tetap sama, semakin layak kredit suatu perusahaan, maka semakin rendah pula tingkat bunganya. Sebaliknya, semakin berisiko suatu perusahaan, semakin tinggi tingkat bunganya. Tingkat bunga berfungsi sebagai kompensasi atas risiko. Secara intuitif, hal ini tidak berbeda dengan situasi saat Anda mempertimbangkan untuk meminjamkan uang kepada seseorang.

Jika seseorang yang bertanggung jawab dengan pekerjaan stabil dan berpenghasilan tinggi ingin meminjam Rp 10 juta dari saya, saya tidak akan terlalu khawatir. Saya mungkin akan meminjamkan uang tersebut dengan tingkat bunga yang relatif rendah. Di sisi lain, jika seorang penjudi ceroboh yang memiliki rekam jejak sering kehilangan uang ingin meminjam Rp 10 juta dari saya, saya akan meminta penawaran yang sangat menguntungkan sebelum menyetujuinya. Saya perlu diiming-imingi dengan pembayaran bunga yang tinggi agar bersedia mengabaikan risiko tersebut, dan mungkin saya juga akan meminta jaminan sebagai antisipasi jika ia melarikan diri dengan membawa uang itu. Mungkin saya akan menahan jam tangan emas miliknya sampai ia melunasi utangnya!

Terdapat perusahaan-perusahaan yang bertugas menilai kelayakan kredit korporasi penerbit obligasi. Tujuannya adalah membantu investor mengetahui apakah mereka meminjamkan uang kepada pihak yang bertanggung jawab, penjudi yang ceroboh, atau pihak

yang berada di antara keduanya. Tiga perusahaan pemeringkat obligasi yang paling dikenal di Amerika Serikat adalah Moody's, Standard & Poor's, dan Fitch. Ketiganya mencakup sekitar 95% dari seluruh pemeringkatan obligasi yang ada. Tingkat risiko suatu perusahaan bukanlah satu-satunya penentu tingkat bunga. Faktor waktu juga berpengaruh.

Dengan asumsi faktor lain tetap sama, saya akan meminta pembayaran bunga yang lebih tinggi untuk jangka waktu yang lebih lama. Jika seseorang ingin meminjam uang saya selama 30 tahun, saya tentu mengharapkan kompensasi yang lebih besar dibandingkan jika mereka meminjamnya hanya untuk beberapa hari. Utang perusahaan jangka pendek dengan masa jatuh tempo 270 hari atau kurang disebut sebagai *commercial paper* (surat berharga komersial). Karena durasi pinjamannya yang singkat, commercial paper biasanya tidak disertai pembayaran bunga, melainkan dijual dengan harga diskon dari nilai nominalnya. Selisih diskon terhadap nilai nominal inilah yang menentukan tingkat imbal hasil bagi investor.

Bentuk utang perusahaan lainnya yang bersinggungan dengan dunia saham adalah obligasi konversi (*convertible bond*). Obligasi konversi serupa dengan obligasi biasa karena membayar bunga dan memiliki tanggal jatuh tempo namun memiliki fitur khusus: obligasi ini dapat dikonversi menjadi sejumlah saham ekuitas yang telah ditetapkan sebelumnya. Obligasi konversi terkadang digunakan oleh perusahaan yang tumbuh pesat dengan kondisi keuangan yang lebih berisiko untuk memperoleh pinjaman dengan biaya lebih murah dibandingkan jika mereka menggunakan obligasi konvensional. Investor yang memiliki selera risiko tinggi mungkin bersedia menerima tingkat bunga yang lebih rendah, dengan harapan bahwa konversi menjadi saham nantinya akan menghasilkan keuntungan yang besar di masa depan. Hal ini membawa kita pada kategori pendanaan kedua: ekuitas.

Ekuitas

Ekuitas adalah kepemilikan. Dalam istilah akuntansi, ekuitas merupakan aset perusahaan dikurangi kewajibannya. Artinya, kepemilikan dalam suatu perusahaan adalah nilai yang tersisa setelah menjumlahkan seluruh aset (harta berharga) perusahaan dan menguranginya dengan seluruh kewajiban (utang) yang harus dibayar. Pembelian rumah merupakan contoh konseptual yang jelas mengenai cara kerja ekuitas.
Jika Anda membeli rumah seharga Rp 10 miliar dengan menggunakan hipotek (kredit pemilikan rumah) berjangka waktu 30 tahun, Anda mungkin membayar Rp 2 miliar di awal dan meminjam sisanya, yaitu Rp 8 miliar, dari bank. Anda memegang kendali atas properti senilai Rp 10 miliar tersebut (aset), namun Anda memiliki utang sebesar Rp 8 miliar kepada bank (kewajiban). Dengan demikian, ekuitas Anda yaitu bagian yang benar-benar Anda miliki adalah sebesar Rp 2 miliar. Tiga puluh tahun kemudian, Anda perlahan namun pasti telah melunasi seluruh pinjaman bank sebesar Rp 8 miliar. Kini, Anda bebas dari utang (kewajiban)! Jika rumah tersebut masih memiliki nilai pasar sebesar Rp 10 miliar dan Anda tidak lagi memiliki kewajiban apa pun atasnya, maka nilai ekuitas Anda menjadi Rp 10 miliar. Namun, jika di luar dugaan yang menyenangkan saat Anda memutuskan untuk menjual rumah tersebut, ada pembeli yang bersedia membayar Rp 20 miliar, maka nilai ekuitas Anda pun meningkat menjadi Rp 20 miliar. Kepemilikan ekuitas dalam sebuah perusahaan mengikuti konsep yang sama. Utang harus

dilunasi terlebih dahulu, tetapi jika nilai perusahaan meningkat, maka nilai ekuitasnya pun akan ikut naik.

Mengapa perusahaan menerbitkan ekuitas?

Jika sebuah perusahaan yang sedang berkembang menggunakan kas secara produktif untuk meningkatkan bisnisnya, menggalang dana terlalu banyak melalui utang bisa menjadi beban. Pembayaran bunga secara berkala dapat sangat memberatkan, dan tanggal jatuh tempo saat seluruh pokok pinjaman harus dilunasi dapat menimbulkan gangguan bagi perusahaan. Salah satu alternatif selain menumpuk utang adalah dengan memberikan ekuitas (kepemilikan) di dalam perusahaan.

Dengan menerbitkan ekuitas alih-alih utang, perusahaan tidak dibebani kewajiban pembayaran bunga dan tidak perlu dipusingkan dengan tenggat waktu pelunasan. Sebagai gantinya, perusahaan hanya perlu membagi kepemilikannya menjadi lebih banyak bagian dan membagikan keuntungan di masa mendatang. Harapannya, nilai keseluruhan perusahaan akan tumbuh jauh lebih besar, sehingga setiap pihak merasa puas dengan bagian yang mereka miliki. Bagian awal dari kepemilikan ini bisa diberikan kepada teman, keluarga, atau siapa pun yang cukup yakin dengan bisnis tersebut sejak tahap awal sehingga bersedia memberikan modal.

Kelompok investor awal ini bisa mencakup angel investor individu dengan kekayaan bersih tinggi yang berinvestasi pada perusahaan tahap awal. Angel investor dapat memberikan suntikan modal pada masa-masa awal perusahaan untuk membantu bisnis tersebut mulai berjalan dan mengatasi berbagai tantangan selama fase pertumbuhannya. Menjalankan bisnis pada tahap awal merupakan langkah yang berisiko, namun angel investor memang bergerak dalam ranah yang menawarkan risiko tinggi sekaligus imbal hasil yang tinggi. Sebagai imbalan atas modal yang disetorkan, mereka biasanya mendapatkan ekuitas. Jika perusahaan gagal berkembang, kepemilikan yang mereka pegang bisa saja menjadi tidak bernilai. Namun, jika perusahaan tersebut meraih kesuksesan besar, kepemilikan awal sang angel investor bisa bernilai sangat fantastis.

Pada tahun 2004, seorang angel investor bernama Peter Thiel menginvestasikan Rp 5 miliar ke dalam situs web milik seorang mahasiswa bernama *thefacebook.com*. Dalam kurun waktu 15 tahun berikutnya, ia berhasil mencairkan sebagian besar investasinya dengan keuntungan lebih dari Rp 10 triliun! Seiring dengan pertumbuhan perusahaan dan munculnya tanda-tanda keberhasilan yang nyata, perusahaan tersebut mungkin dapat menarik pendanaan ekuitas dari perusahaan modal ventura (*venture capital*). Modal ventura (*venture capital* atau VC) memiliki kemiripan dengan angel investing karena keduanya sama-sama berinvestasi pada perusahaan menjanjikan di tahap awal. Perbedaannya, perusahaan modal ventura biasanya mengelola dana yang dihimpun dari berbagai investor lain. Berbeda dengan angel investor perorangan yang hanya bertanggung jawab kepada dirinya sendiri, perusahaan modal ventura harus memberikan pertanggungjawaban kepada klien-klien mereka.

Perusahaan modal ventura (*venture capital*/VC) diharapkan dapat menghasilkan imbal hasil yang signifikan bagi para investornya dalam jangka waktu yang wajar. Oleh karena itu, mereka biasanya berinvestasi pada perusahaan yang sedang berkembang dan sudah

mendekati tahap komersialisasi ide bisnis mereka. Meskipun tetap memiliki profil risiko dan potensi imbal hasil yang tinggi, tingkat risikonya sedikit lebih rendah dibandingkan dengan investasi yang dilakukan oleh angel investor. Walaupun angel investing dan modal ventura secara teknis merupakan bentuk ekuitas swasta (*private equity*) yakni investasi yang berasal dari pihak swasta istilah "*private equity*" di Amerika Serikat sering kali merujuk pada jenis investasi swasta yang lebih spesifik. Berbeda dengan angel investor atau perusahaan modal ventura yang menyasar perusahaan dengan pertumbuhan tinggi, dana ekuitas swasta (*private equity fund*) biasanya berinvestasi pada bisnis yang sudah lebih matang dan mapan. Mereka tidak selalu mencari perusahaan yang sedang tumbuh, melainkan perusahaan yang mungkin sedang mengalami kesulitan akibat kepemimpinan yang tidak efektif atau proses operasional yang buruk. Investor ekuitas swasta kemudian akan menggunakan utang untuk membeli kepemilikan di perusahaan tersebut, melakukan perbaikan pada bisnisnya, lalu menjual kembali bisnis yang telah diperbaiki itu untuk memperoleh keuntungan.

Penetapan Nama: Perusahaan VC dan PE

Di bawah ini adalah daftar beberapa perusahaan modal ventura dan ekuitas swasta terbesar dan paling terkenal di dunia pada saat artikel ini ditulis. Anda mungkin mendengar nama-nama ini disebutkan di media keuangan dari waktu ke waktu…

Perusahaan Modal Ventura (*Venture Capital*/VC)

General Atlantic
Hillhouse Capital Group
Insight Venture Partners
Iconiq Capital
Tiger Global Management
Transition Level Investments
New Enterprise Associates
Norwest Venture Partners
Andreessen Horowitz
Institutional Venture Partners
Sequoia Capital
Founders Fund

Perusahaan Ekuitas Swasta (*Private Equity*/PE)

The Blackstone Group
The Carlyle Group
Kohlberg Kravis Roberts & Co. (KKR)
Thoma Bravo
CVC Capital Partners
EQT
TPG Capital
Warburg Pincus
Neuberger Berman
Leonard Green & Partners

Bain Capital
Apollo Global Management

Berikut adalah sebuah analogi untuk memahami berbagai jenis investor ini: *Angel investor* (investor malaikat) berinvestasi pada sebidang tanah kosong karena mereka meyakini visi pemilik tanah tersebut. *Venture capitalist* (pemodal ventura) berinvestasi pada sebidang tanah yang sudah memiliki rumah baru di atasnya, karena mereka yakin pemiliknya akan memperoleh keuntungan besar dengan menyewakan rumah tersebut. *Private equity fund* (dana ekuitas swasta) berinvestasi pada sebidang tanah dengan rumah yang sudah rusak, karena mereka berencana untuk merenovasi dan menjualnya kembali dengan harga yang lebih tinggi.

Sekarang, bayangkan ada sebuah hotel yang sudah mapan di atas lahan tersebut, dengan nama merek yang kuat dan basis pelanggan yang setia. Pemiliknya telah mengelola 100 hotel lain di sepanjang Pantai Timur Amerika Serikat, dan mereka yakin dapat menambah 100 lokasi lagi di wilayah barat negara tersebut. Untuk menggalang modal guna mewujudkannya, mereka membagi kepemilikan perusahaan menjadi bagian-bagian kecil yang disebut saham, lalu menjual saham tersebut kepada masyarakat umum. Anda, sebagai individu, menginvestasikan sebagian tabungan Anda ke dalam saham tersebut karena Anda yakin perusahaan itu akan menghasilkan keuntungan yang konsisten dan membantu Anda membangun kekayaan seiring berjalannya waktu. Itulah yang disebut sebagai investor saham.

Kini kita telah memahami perusahaan. Kita telah membahas apa itu perusahaan, siapa yang menjalankannya, bagaimana kinerjanya dievaluasi, serta bagaimana perusahaan menggalang dana. Pada bagian selanjutnya dalam buku ini, kita akan beralih membahas saham. Kita akan menguraikan apa itu saham, bagaimana cara memilikinya, dan bagaimana saham dinilai.

BAGIAN KEDUA
SAHAM

Dalam bagian buku ini, kita akan membahas secara mendalam mengenai saham. Kita mulai dari dasar, menjelaskan apa itu saham, bagaimana kepemilikannya, dan bagaimana pemiliknya bisa memperoleh keuntungan darinya. Selanjutnya, kita akan membahas bagaimana analis ekuitas menilai harga saham, serta bagaimana perbandingan saham dengan kelas aset lainnya. Terakhir, bagian ini ditutup dengan gambaran mengenai proses bagaimana saham suatu perusahaan ditawarkan kepada publik.

BAB 4
KONSEP DASAR, JENIS, DAN KARAKTERISTIK SAHAM

Saat saya masih kecil di tahun 1990-an, ayah saya bercerita bahwa beliau membeli saham Intel Corporation. Saya sering menyalakan saluran CNBC dan memperhatikan kutipan harga saham Intel yang terus bergulir di bagian bawah layar. Saya tidak benar-benar memahami apa artinya memiliki saham, tetapi saya tahu bahwa ketika harganya naik, kami mendapatkan keuntungan, dan ketika harganya turun, kami mengalami kerugian. Menurut saya, sungguh menarik melihat harganya terus berubah setiap kali muncul di layar. Namun, selain memiliki sesuatu yang nilainya terus berfluktuasi, apa sebenarnya saham itu dan apa artinya memiliki saham?

4.1 PENGERTIAN DAN MEKANISME KEPEMILIKAN SAHAM

Jika Anda memiliki emas, Anda bisa menyentuh dan merasakannya. Anda bahkan bisa menimbangnya di atas timbangan. Anda tidak bisa melakukan hal tersebut pada sebuah perusahaan; lantas, bagaimana mungkin Anda bisa memiliki bagian dari perusahaan itu? Jawabannya adalah… melalui saham. Saham adalah instrumen keuangan yang merepresentasikan kepemilikan (ekuitas) dalam suatu perusahaan. Saham merupakan instrumen keuangan, bayangkan saja sebagai dokumen virtual yang memberikan hak kepemilikan secara hukum. Jika Anda memiliki seluruh saham suatu perusahaan, berarti Anda memiliki perusahaan tersebut secara utuh. Saham adalah istilah umum yang merujuk pada ekuitas suatu perusahaan tertentu. Sebagai contoh, ayah saya pernah memiliki saham di Intel Corporation.

Saat saya memantau pergerakan saham tersebut di bagian bawah layar televisi, saya akan mencari kode “INTC.” Kode ini merupakan simbol saham (*ticker symbol*) dari perusahaan tersebut. Simbol saham adalah singkatan unik yang terdiri dari 2–5 huruf yang digunakan untuk mengidentifikasi suatu saham. Simbol saham biasanya memiliki keterkaitan dengan nama perusahaannya. Sebagai contoh, simbol saham untuk Starbucks adalah SBUX, untuk Home Depot adalah HD, dan untuk Costco adalah COST. Simbol saham suatu perusahaan dapat ditemukan dengan mudah melalui internet. Tersedia berbagai basis data keuangan dan situs web gratis, namun pencarian sederhana di internet biasanya sudah cukup untuk menemukannya.

Sebagai contoh, belum lama ini saya menjalani pengambilan sampel darah di Quest Diagnostics dan bertanya-tanya apakah perusahaan tersebut memiliki saham yang diperdagangkan secara publik. Pencarian cepat di Google menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memang perusahaan publik dan sahamnya diperdagangkan dengan simbol DGX. Dalam kasus ayah saya, nama perusahaan (Intel) dan simbol sahamnya (INTC) menunjukkan perusahaan mana yang sebagian kepemilikannya ia miliki, namun tidak menjelaskan seberapa besar porsi kepemilikannya. Untuk mengetahui hal tersebut, Anda perlu mengetahui berapa banyak unit saham Intel yang ia miliki. Satu unit saham disebut sebagai lembar saham (*share*).

Satu lembar saham memberikan hak kepada pemiliknya atas sebagian dari aset dan laba suatu perusahaan. Saham dapat diibaratkan sebagai satu potongan dari sebuah kue yang besar. Setiap lembar saham mewakili porsi kepemilikan yang setara dalam perusahaan tersebut. Oleh karena itu, persentase jumlah saham yang dimiliki seseorang dibandingkan dengan total saham yang tersedia mencerminkan persentase kepemilikannya atas perusahaan tersebut. Jika sebuah perusahaan memiliki total 10.000 lembar saham yang beredar, dan Anda memiliki 1.000 lembar di antaranya, maka Anda berhak atas 10% dari aset dan laba perusahaan tersebut. Total jumlah saham yang tersedia untuk suatu perusahaan disebut sebagai saham beredar (*outstanding shares*). Siapa pun yang memiliki saham suatu perusahaan, meskipun hanya satu lembar, dianggap sebagai pemegang saham (*shareholder*).

Harga saham ditetapkan per satu lembar saham. Jika Anda melihat harga saham Apple (AAPL) adalah Rp 1,75 juta, itu berarti pada saat tersebut, satu lembar saham dapat dibeli atau dijual dengan harga Rp 1,75 juta. Sebagai contoh, jika ayah saya memiliki 10 lembar saham INTC dan harga per lembarnya adalah Rp 250.000, maka nilai kepemilikan sahamnya adalah Rp 2,5 juta. Jika harga per lembar saham naik menjadi Rp 300.000, maka nilai kepemilikannya menjadi Rp 3 juta. Sebaliknya, jika harga per lembar saham turun menjadi Rp 200.000, maka nilai kepemilikannya menjadi Rp 2 juta. Harga setiap lembar saham akan terus berubah berdasarkan permintaan dari pembeli dan penjual saham tersebut, serta perubahan dalam jumlah saham yang tersedia.

4.2 PERUBAHAN JUMLAH SAHAM DAN DAMPAKNYA TERHADAP KEPEMILIKAN INVESTOR

Penting untuk dicatat bahwa jumlah saham yang beredar dapat berubah seiring waktu. Sebuah perusahaan memiliki kemampuan untuk menerbitkan saham baru yang menambah jumlah total saham yang beredar maupun melakukan pembelian kembali (*buyback*) dan penghapusan saham yang mengurangi jumlah total saham yang beredar. Dengan asumsi faktor lain tetap sama, ketika perusahaan menambah jumlah saham yang beredar, hal ini akan mendilusi nilai saham yang sudah ada sebelumnya. Ibarat sebuah kue, ukurannya tetap sama, namun kini dibagi ke dalam lebih banyak potongan, sehingga bagian yang Anda miliki menjadi lebih kecil. Sebaliknya, ketika perusahaan mengurangi jumlah saham yang beredar, nilai saham yang sudah ada akan meningkat. Ukuran kuenya tetap sama, tetapi kini dibagi ke dalam lebih sedikit potongan, sehingga bagian yang Anda miliki menjadi lebih besar.

Perhatikan contoh sebelumnya: sebuah perusahaan memiliki total 10.000 saham beredar, dan Anda memiliki 1.000 lembar di antaranya. Jika laba perusahaan tetap sama namun perusahaan memutuskan untuk melipatgandakan jumlah sahamnya menjadi 20.000 lembar, maka 1.000 lembar saham yang Anda miliki kini hanya memberi Anda hak atas 5% dari laba, bukan 10%. Tentu Anda akan merasa sangat kesal. Sebaliknya, jika laba perusahaan tetap sama namun perusahaan memutuskan untuk mengurangi jumlah sahamnya hingga separuhnya menjadi 5.000 lembar, maka 1.000 lembar saham yang Anda miliki kini memberi Anda hak atas 20% dari laba. Tentu Anda akan merasa senang!

Keputusan untuk mengubah jumlah saham diambil oleh dewan direksi perusahaan, yang memiliki tanggung jawab fidusia terhadap para pemegang saham (artinya, mereka secara hukum berkewajiban untuk bertindak demi kepentingan terbaik para pemegang saham). Oleh karena itu, keputusan yang dapat merugikan atau justru menguntungkan investor ini bukanlah hasil dari kebetulan, sabotase, atau keberuntungan semata, melainkan cerminan dari kinerja perusahaan tersebut. Inti dari kepemilikan saham adalah bahwa berinvestasi di dalamnya berarti berinvestasi pada perusahaan yang nyata. Perusahaan yang kuat dan terus-menerus meningkatkan labanya akan menemukan cara untuk memberikan keuntungan bagi para pemegang sahamnya, sementara perusahaan yang lemah dan sedang kesulitan justru akan menyebabkan kerugian bagi pemegang sahamnya.

4.3 HARGA SAHAM DAN MEKANISME PEMECAHAN SAHAM

Banyak orang yang baru mengenal dunia saham sering terpaku pada harga saham; mereka menganggap saham dengan harga tinggi berarti mahal, sedangkan saham dengan harga rendah berarti murah. Padahal, harga satu lembar saham tidaklah terlalu penting. Faktor yang sebenarnya menentukan apakah suatu saham tergolong murah atau mahal adalah jumlah total saham yang beredar dibandingkan dengan laba yang dihasilkan oleh perusahaan tersebut. Hal ini akan dibahas lebih mendalam pada Bab 7, saat kita mengulas tentang valuasi. Bagi investor, yang terpenting adalah ukuran total "kue" (nilai perusahaan) dan seberapa besar "potongan" yang mereka miliki; nilai-nilai tersebut tidak dapat ditentukan hanya dengan melihat harga sahamnya saja. Konsep pemecahan saham (*stock split*) menggambarkan hal ini dengan baik.

Terkadang, ketika harga saham suatu perusahaan menjadi terlalu tinggi, perusahaan tersebut memilih untuk melakukan pemecahan saham. Tindakan ini tidak mengurangi ataupun menambah kepemilikan siapa pun; langkah ini sekadar melakukan penataan ulang struktur saham. Sebagai contoh, pada tahun 2022, Amazon (AMZN) memutuskan untuk melakukan pemecahan saham untuk pertama kalinya sejak era dot-com pada tahun 1999. Saham Amazon telah mengalami kenaikan pesat selama dua dekade, hingga mencapai harga Rp 27,85 juta per lembar. Agar saham tersebut lebih terjangkau bagi investor kecil yang mungkin tidak mampu membeli saham seharga Rp 27,85 juta, Amazon melakukan pemecahan saham dengan rasio 20-untuk-1 (*20-for-1 stock split*).

Tidak ada perubahan apa pun pada perusahaan tersebut total penjualan dan laba tetap sama, begitu pula proporsi kepemilikan setiap pemegang saham di perusahaan tersebut. Perusahaan hanya membagi setiap lembar saham AMZN yang ada menjadi 20 lembar saham baru, di mana masing-masing bernilai seperdua puluh dari nilai aslinya. Jika sebelum pemecahan saham Anda memiliki 1 lembar saham AMZN senilai Rp 27,85 juta, maka setelah pemecahan saham, Anda memiliki 20 lembar saham AMZN yang masing-masing bernilai Rp 1.392.500. Tidak ada perubahan pada total nilai saham AMZN yang Anda miliki, yakni tetap Rp 27,85 juta, dan tidak ada perubahan pula pada persentase kepemilikan Anda di perusahaan tersebut. Ibarat sebuah kue, jumlah bagian yang Anda miliki tetap sama persis; hanya saja, kini

kue tersebut dipotong menjadi 20 bagian yang lebih kecil. Pemecahan saham seperti ini hanyalah trik matematika sederhana yang tidak memengaruhi hasil investasi seseorang.

Hal ini menunjukkan betapa tidak relevannya harga aktual suatu saham. Amazon tetaplah perusahaan yang sama, baik sehari sebelum maupun sehari setelah pemecahan saham, dan para pemilik saham tidak menjadi lebih kaya ataupun lebih miskin karenanya. Satu-satunya perubahan berarti adalah saham tersebut menjadi lebih terjangkau, sehingga dapat diakses oleh kelompok investor baru yang sebelumnya tidak mampu berinvestasi di saham tersebut. Amazon memutuskan untuk melakukan pemecahan saham (*stock split*) dengan rasio 20-untuk-1 yang tergolong cukup mencengangkan karena harga sahamnya telah mencapai tingkat yang sangat tinggi. Namun, pemecahan saham dapat dilakukan dengan berbagai rasio; yang paling umum adalah 2-untuk-1, 3-untuk-2, dan 3-untuk-1.

Terdapat pula pemecahan saham terbalik (*reverse split*) yang bekerja dengan cara sebaliknya. Dalam mekanisme ini, perusahaan menggabungkan saham-saham yang ada yang harganya rendah menjadi jumlah saham yang lebih sedikit dengan harga per saham yang lebih tinggi. Sebagai contoh, sebuah perusahaan mungkin mengumumkan *reverse split* dengan rasio 1-untuk-5 atau 1-untuk-10. Dalam skenario ini, investor akan mendapati lima atau sepuluh saham mereka yang berharga rendah digantikan oleh satu saham dengan harga yang lebih tinggi. Saham dengan harga yang sangat rendah yang cenderung mendekati nol dapat menjadi sinyal bahaya (*red flag*) bagi para investor. Selain itu, beberapa bursa efek akan menghapus (*de-list*) saham yang harganya turun terlalu rendah.

Oleh karena itu, ketika dihadapkan pada harga saham yang sangat rendah, beberapa perusahaan memilih untuk melakukan reverse split guna meningkatkan harga per saham mereka untuk sementara waktu. Akan tetapi, langkah ini biasanya tidak berhasil mengecoh siapa pun, karena kenaikan harga saham tersebut bersifat artifisial. Akibatnya, kabar mengenai reverse split sering kali tidak ditanggapi secara positif oleh para investor.

4.4 JENIS SAHAM DAN HAK SUARA PEMEGANG SAHAM

Ketika orang berbicara tentang kepemilikan saham, mereka hampir selalu merujuk pada saham biasa (*common stock*). Saham biasa mencakup sebagian besar dari total saham yang diterbitkan. Saham biasa tidak hanya mewakili klaim atas aset dan laba perusahaan, tetapi juga disertai dengan hak suara. Investor biasanya mendapatkan satu hak suara untuk setiap lembar saham yang dimiliki guna memilih anggota dewan direksi. Sebagaimana dibahas sebelumnya, anggota dewan ini bertugas merekrut tim manajemen dan mengawasi berbagai masalah penting perusahaan. Investor perorangan yang hanya memiliki sejumlah kecil saham dan dengan demikian hanya memiliki sedikit hak suara kemungkinan besar tidak akan terlalu berpengaruh dalam urusan perusahaan. Sebaliknya, pemegang saham institusional besar yang menguasai persentase signifikan dari saham perusahaan dapat memberikan pengaruh terhadap kebijakan perusahaan.

Beberapa perusahaan menerbitkan berbagai kelas saham biasa, seperti saham Kelas A, Kelas B, dan Kelas C. Perbedaan utama di antara kelas-kelas saham tersebut biasanya terletak pada hak suaranya. Sebuah perusahaan mungkin memilih untuk menawarkan kelas saham

dengan hak suara terbatas jika ingin mempertahankan kendali operasional atas perusahaan atau membuat perusahaan tersebut lebih sulit untuk diambil alih oleh pihak lain. Jika para pendiri atau eksekutif perusahaan memiliki saham dengan hak suara yang lebih besar dibandingkan saham biasa lainnya, maka pihak luar akan lebih sulit untuk mengumpulkan cukup suara guna mengambil alih kendali atas dewan direksi. Alphabet, Zillow, dan News Corp. adalah beberapa contoh perusahaan yang menciptakan kelas saham baru dengan hak suara terbatas demi mempertahankan kendali pemiliknya atas perusahaan tersebut.

Setiap perusahaan dapat menentukan kelas sahamnya sendiri, sehingga makna dari saham Kelas A, Kelas B, dan seterusnya bisa berbeda-beda. Biasanya, saham Kelas A memiliki hak suara yang lebih besar dibandingkan saham Kelas B. Sebagai contoh, saham Kelas A suatu perusahaan mungkin memberikan sepuluh hak suara untuk setiap lembar saham yang dimiliki, sementara saham Kelas B mungkin hanya memberikan satu hak suara per lembar. Saham Kelas C terkadang sama sekali tidak memberikan hak suara.

Jika sebuah perusahaan menawarkan beberapa kelas saham, investor dapat memilih kelas mana yang paling sesuai dengan kebutuhan mereka. Investor dengan orientasi jangka pendek atau mereka yang hanya memedulikan harga saham mungkin tidak keberatan membeli kelas saham yang tidak memiliki hak suara. Sebaliknya, investor yang ingin terlibat aktif dalam tata kelola perusahaan mungkin lebih mengutamakan kepemilikan kelas saham yang memberikan hak suara terbanyak. Meskipun berbagai kelas saham tersebut mewakili kepemilikan di perusahaan yang sama, kinerjanya bisa berbeda bergantung pada permintaan pasar terhadap masing-masing kelas saham. Secara historis, saham Kelas A cenderung menunjukkan kinerja yang sedikit lebih baik dibandingkan kelas saham lainnya, namun hal ini tidak selalu terjadi.

Sebagian besar perusahaan tidak menawarkan lebih dari satu kelas saham; jadi, sebagai investor individu, hal ini patut diketahui tetapi tidak perlu terlalu dikhawatirkan.
Anda dapat mengetahui apakah suatu perusahaan menawarkan lebih dari satu kelas saham kepada publik dengan melihat apakah terdapat simbol saham (*ticker symbol*) yang sedikit berbeda untuk perusahaan yang sama. Sebagai contoh, Alphabet menawarkan saham GOOGL (Kelas A) dan GOOG (Kelas C), Zillow Group menawarkan saham ZG (Kelas A) dan Z (Kelas C), serta News Corp. menawarkan saham NWSA (Kelas A) dan NWS (Kelas B). Jika Anda melihat grafik harga dari kelas-kelas saham tersebut, Anda akan mendapati bahwa harganya mungkin sedikit berbeda, namun pergerakan kinerjanya cenderung searah.

4.5 KONSEP DAN PRINSIP TANGGUNG JAWAB TERBATAS DALAM INVESTASI SAHAM

Saat pertama kali mulai berinvestasi pada saham biasa, saya ingat pernah bertanya pada diri sendiri: apa yang terjadi jika perusahaan melakukan tindakan ilegal dan digugat? Apakah saya akan menanggung kewajiban finansial? Jawabannya adalah tidak. Perusahaan publik dibentuk sebagai korporasi, yaitu suatu struktur hukum yang memandang korporasi sebagai entitas yang terpisah dari para pemiliknya. Pada dasarnya, korporasi merupakan entitas tersendiri, sementara para pemiliknya secara kolektif merupakan entitas yang berbeda.

Perbedaan ini sangat krusial karena berarti para investor dalam korporasi tersebut tidak bertanggung jawab secara hukum atas tindakan atau utang perusahaan. Investor dapat kehilangan seluruh nilai investasinya, namun tidak lebih dari jumlah tersebut. Jika investor secara pribadi harus menanggung kerugian yang mungkin tidak terbatas akibat tuntutan hukum atau kesalahan pengelolaan perusahaan, maka perbandingan antara risiko dan imbal hasil dalam berinvestasi tentu tidak akan masuk akal. Faktanya, sebelum diperkenalkannya undang-undang mengenai tanggung jawab terbatas (*limited liability*), sangat sedikit orang yang bersedia menginvestasikan uang pribadi mereka ke dalam saham.

Undang-undang tanggung jawab terbatas modern yang pertama di dunia disahkan oleh negara bagian New York pada tahun 1811. Awalnya, aturan ini hanya berlaku bagi perusahaan manufaktur, namun pemberlakuannya mendorong banyak perusahaan dari negara bagian lain untuk memindahkan lokasi operasional mereka ke New York. Pada akhirnya, seluruh negara bagian mengikuti langkah New York, dan konsep tersebut diterapkan di berbagai sektor industri. Standar tanggung jawab terbatas ini menjadi langkah fundamental dalam hukum sekuritas sekaligus katalisator yang mendorong lebih banyak pihak untuk berinvestasi di pasar saham, baik di Amerika Serikat maupun di wilayah lainnya.

4.6 KARAKTERISTIK DAN PRIORITAS HAK SAHAM PREFEREN

Saham biasa, termasuk seluruh kelas saham yang mungkin ada, merupakan jenis saham yang paling banyak diterbitkan dan dimiliki. Jika Anda menyimak media keuangan dan mereka membahas tentang saham, hampir selalu yang dimaksud adalah saham biasa. Jenis saham lainnya adalah saham preferen. Dalam beberapa aspek, saham preferen lebih menyerupai obligasi daripada saham biasa. Meskipun saham preferen memberikan hak kepemilikan (ekuitas) dalam perusahaan kepada pemegangnya, saham ini juga memberikan pembayaran bunga atau dividen secara berkala berdasarkan nilai nominal (*par value*) aset tersebut mirip dengan obligasi.

Nilai nominal (*par value*), yang juga disebut sebagai nilai tercatat (*face value*) atau nilai dasar, adalah nilai yang ditetapkan untuk suatu sekuritas (yaitu, aset keuangan). Nilai ini tercantum pada sertifikat obligasi saat perusahaan pertama kali menerbitkannya. Sebagai contoh, obligasi biasanya diterbitkan dengan tanggal jatuh tempo, tingkat bunga tertentu, dan nilai nominal sebesar Rp 10 juta. Jika sebuah perusahaan menerbitkan obligasi berjangka waktu 10 tahun dengan tingkat bunga 5% dan nilai nominal Rp 10 juta, maka pembeli obligasi tersebut akan menerima kembali dana sebesar Rp 10 juta pada akhir periode 10 tahun, sembari menerima pembayaran bunga tahunan sebesar 5% selama periode tersebut.

Dalam hal saham biasa, nilai nominal tidak terlalu berarti bagi pemiliknya. Nilai ini hanyalah angka arbitrer (sewenang-wenang) yang ditetapkan untuk keperluan neraca keuangan saat perusahaan menerbitkan saham. Biasanya, nilainya sebesar 10.0000 atau kurang, dan hampir tidak memiliki pengaruh terhadap harga pasar saham tersebut. Kebanyakan investor perorangan di pasar saham biasa bahkan mungkin tidak menyadari keberadaan nilai nominal ini. Sebaliknya, nilai nominal pada saham preferen memiliki arti penting. Nilai nominal yang paling umum untuk saham preferen adalah Rp 1 juta per lembar,

dan biasanya memiliki jangka waktu yang panjang, yakni 30 tahun atau lebih. Terkadang, saham preferen bahkan tidak memiliki tanggal jatuh tempo sama sekali, yang berarti bersifat abadi (perpetual).

Saham preferen memiliki hak klaim yang lebih prioritas dibandingkan saham biasa, baik dalam hal pembagian dividen maupun distribusi aset. Artinya, jika suatu perusahaan mengalami kebangkrutan dan dilikuidasi, pemegang saham preferen akan mendapatkan pembayaran terlebih dahulu sebelum pemegang saham biasa. Namun, sebagai imbalan atas perlakuan istimewa tersebut, pemegang saham preferen biasanya melepaskan hak atas laba perusahaan yang melebihi dividen yang telah ditetapkan bagi mereka. Hal ini membatasi potensi kenaikan harga saham. Berikut contohnya:

Sebuah perusahaan menerbitkan saham preferen dengan nilai nominal (*par value*) sebesar Rp 1 juta dan dividen tahunan yang ditetapkan sebesar Rp 80.000 per lembar. Pemilik saham preferen ini harus menerima dividen sebesar Rp 80.000 per lembar setiap tahunnya sebelum pemegang saham biasa dapat menerima dividen dalam jumlah berapa pun.
Kekurangannya adalah, pemegang saham preferen tidak akan mendapatkan lebih dari dividen sebesar Rp 80.000 tersebut, meskipun laba bersih perusahaan meningkat hingga sepuluh kali lipat.

Dari perspektif alokasi aset, saham preferen lebih menyerupai obligasi karena memiliki dividen tetap dan potensi kenaikan harga yang terbatas. Pembayaran dividen mungkin lebih konsisten dan dapat diandalkan dibandingkan saham biasa, namun pada masa inflasi, kenaikan suku bunga, atau saat laba perusahaan meningkat pesat, nilai saham preferen justru bisa turun atau berkinerja lebih rendah dibandingkan kelas aset lainnya. Seperti obligasi, saham preferen tidak memberikan hak suara apa pun. Sebagian besar perusahaan tidak menerbitkan saham preferen. Total pasar saham preferen di Amerika Serikat hanya bernilai sekitar Rp 3.500 triliun jumlah yang sangat kecil dibandingkan dengan total kapitalisasi pasar saham biasa di AS yang mencapai lebih dari Rp 480.000 triliun (atau Rp 480 kuadriliun)! Saham preferen tentu layak dipertimbangkan, terutama bagi investor yang berorientasi pada pendapatan, namun sebagian besar investor ekuitas akan lebih berfokus pada saham biasa. Saham biasalah yang memberikan kesempatan bagi investor untuk memperoleh keuntungan maksimal dari pertumbuhan jangka panjang perusahaan-perusahaan yang sukses. Sekarang kita telah memahami apa itu saham. Pada bab berikutnya, kita akan membahas bagaimana saham dimiliki serta berbagai kelompok investor yang memilikinya.

BAB 5
MEKANISME KEPEMILIKAN SAHAM DAN KARAKTERISTIK INVESTOR

Untuk membeli mobil, Anda bisa mendatangi dealer, atau dalam beberapa kasus, Anda bisa langsung menghubungi perusahaan pembuat mobil tersebut. Hal yang sama berlaku untuk saham. Cara yang paling umum untuk membeli saham adalah melalui perusahaan sekuritas, yang sering disebut sebagai "broker". Broker adalah perusahaan yang memiliki izin untuk melakukan jual-beli saham. Broker berperan sebagai perantara yang menghubungkan pihak pembeli dan penjual saham. Dari sudut pandang pengguna, broker ibarat dealer tempat Anda bisa membeli saham perusahaan mana pun yang Anda inginkan, sekaligus menjual saham perusahaan yang sudah Anda miliki. Rekening efek (akun broker) dapat dibuka oleh hampir siapa saja dengan proses yang relatif mudah. Biasanya, Anda hanya perlu memberikan informasi pribadi dasar, seperti nomor identitas (seperti nomor jaminan sosial), tanggal lahir, dan alamat.

Selain itu, pihak regulator mewajibkan broker untuk menanyakan beberapa hal, misalnya mengenai jenis pekerjaan Anda, pandangan Anda terhadap risiko finansial, dan informasi lainnya. Ini bukanlah ujian yang perlu Anda persiapkan secara khusus; ini hanyalah bagian dari prosedur broker dalam mengumpulkan informasi yang diperlukan (uji tuntas). Terdapat banyak broker yang melayani kebutuhan berbeda-beda, sehingga disarankan untuk melakukan riset terlebih dahulu guna menemukan pilihan yang paling sesuai dengan situasi Anda. Pada saat tulisan ini dibuat, empat perusahaan pialang terbesar di Amerika Serikat berdasarkan jumlah nasabah dan asset adalah Charles Schwab, Fidelity Investments, ETRADE, dan TD Ameritrade. Pada Bab 12, kami menjelaskan secara spesifik cara membeli dan menjual saham melalui platform broker yang umum digunakan. Meskipun sebagian besar transaksi jual-beli saham dilakukan melalui broker, itu bukanlah satu-satunya pilihan. Dalam beberapa kasus, Anda dapat melewati perantara dan membeli saham secara langsung dari perusahaan tempat Anda ingin berinvestasi. Pendekatan ini jauh lebih jarang dilakukan dan tidak tersedia untuk semua perusahaan.

5.1 METODE KEPEMILIKAN SAHAM DAN PERLINDUNGAN INVESTOR

Saat Anda membeli mobil, Anda memegang kendali penuh atas mobil tersebut. Mobil itu terparkir di jalan masuk rumah Anda, dan Anda memiliki dokumen kepemilikan resmi yang menyatakan bahwa mobil tersebut adalah milik Anda. Namun, bagaimana cara Anda memegang kendali atas saham yang Anda miliki? Ada tiga cara bagi seorang investor untuk memegang saham: melalui sertifikat fisik, pendaftaran atas nama broker (*street name registration*), atau pendaftaran langsung (*direct registration*). Dulu, seorang investor akan menerima sertifikat fisik berupa kertas yang menyatakan kepemilikan mereka. Percaya atau tidak, cara kepemilikan seperti itu masih dimungkinkan hingga saat ini.

Saat Anda membeli saham, baik melalui broker maupun langsung dari perusahaan penerbitnya, Anda dapat meminta agar sertifikat fisik (kertas) dikirimkan kepada Anda.

Namun, layanan ini biasanya dikenakan biaya, dan pemilik saham harus menanggung beban untuk menjaga keamanan dokumen fisik tersebut; oleh karena itu, cara kepemilikan seperti ini sudah dianggap ketinggalan zaman. Banyak perusahaan kini tidak lagi menyediakan sertifikat fisik. Jika Anda adalah investor perorangan, kemungkinan besar Anda akan memiliki saham dengan metode street name. Artinya, Anda memegang saham tersebut melalui akun broker; meskipun Anda tercatat sebagai pemilik manfaat (*beneficial owner*) atas saham tersebut, nama yang terdaftar di perusahaan penerbit saham adalah nama pihak broker.

Sebagai contoh, jika Anda membeli saham Chipotle (CMG) melalui broker seperti TD Ameritrade, pihak Chipotle tidak mengetahui bahwa Anda secara pribadi memiliki saham mereka. Chipotle hanya mencatat bahwa TD Ameritrade memiliki sejumlah saham mereka, sementara TD Ameritrade menyimpan catatan internal mengenai siapa saja individu yang sebenarnya memiliki saham tersebut. Kepemilikan saham dengan metode street name merupakan praktik yang lazim dan membantu mempermudah proses pengalihan efek secara cepat dan murah. Sebagian besar saham saat ini dipegang dengan metode ini.

Namun, salah satu risiko dari kepemilikan saham dengan metode street name adalah kemungkinan broker tempat saham tersebut disimpan menyalahgunakan dana nasabah. Meskipun jarang terjadi, hal ini pernah terjadi dan mungkin saja terulang kembali; oleh karena itu, investor perlu menyadari adanya risiko ini. Jika sebuah perusahaan broker mengalami kesulitan keuangan dan harus menutup usahanya, akun nasabah seharusnya dipisahkan dan dialihkan ke perusahaan lain. Akan tetapi, karena perusahaan dijalankan oleh manusia, dalam situasi yang sangat mendesak, selalu ada kemungkinan mereka melakukan tindakan tidak etis demi menyelamatkan diri sendiri.

Jika broker mencuri atau menghilangkan investasi nasabah, nasabah setidaknya mendapatkan perlindungan asuransi parsial. Hampir semua perusahaan broker resmi di Amerika Serikat merupakan anggota *Securities Investor Protection Corporation* (SIPC), yang memberikan perlindungan parsial bagi investor jika terjadi pelanggaran atau tindakan yang tidak semestinya. Investor yang menyimpan efek atas nama perusahaan sekuritas (*street name*) dilindungi oleh asuransi SIPC hingga senilai Rp5 miliar. Bagi investor berskala besar atau mereka yang merasa khawatir dengan kepemilikan atas nama perusahaan sekuritas, terdapat opsi ketiga untuk menyimpan saham, yaitu melalui pendaftaran langsung (*direct registration*).

Tidak semua perusahaan menawarkan pendaftaran langsung, namun bagi perusahaan yang menyediakannya, investor dapat memilih untuk terdaftar secara langsung dalam pembukuan perusahaan sebagai pemilik saham tersebut. Perusahaan tidak akan mengirimkan sertifikat fisik kepada investor, melainkan akan mengirimkan (baik secara langsung maupun melalui agen transfer pihak ketiga) pernyataan kepemilikan, disertai dengan laporan akun berkala, dividen, laporan tahunan, surat kuasa (*proxy*), serta dokumen-dokumen lainnya. Salah satu kekurangan memiliki saham melalui pendaftaran langsung adalah kurang praktis dibandingkan dengan menyimpan saham di perusahaan sekuritas. Dengan pendaftaran langsung, investor perlu meminta agen transfer untuk menyalurkan perintah beli dan jual melalui broker. Proses ini memakan waktu lebih lama dibandingkan dengan melakukan transaksi secara langsung melalui broker.

Kisah Pribadi: Keruntuhan MF Global

Saat itu adalah perayaan Halloween tahun 2011. Saya sedang melakukan perdagangan kontrak berjangka (*futures*) gas alam melalui broker saya, MF Global. MF Global adalah perusahaan bereputasi dengan sejarah 200 tahun dan kegiatan bisnis di seluruh dunia. Saya sedang duduk di depan komputer, merasa cemas karena sebuah transaksi berisiko, ketika saya mendengar di televisi, "MF Global menyatakan bangkrut." Saya mulai gelisah, tetapi saya menenangkan diri: dana nasabah dipisahkan dari transaksi spekulatif perusahaan, jadi seharusnya dana saya aman. Kemudian muncul berita utama berikutnya, "Diduga terjadi kekurangan dalam dana nasabah yang seharusnya dipisahkan. Tak lama berselang, akun saya beserta seluruh dana di dalamnya dan posisi perdagangan yang sedang terbuka dibekukan. Saya panik. Saya segera menelepon pihak perusahaan. "Saat ini tidak ada yang bisa kami lakukan," jelas perwakilan akun kepada saya, "kita harus menunggu untuk mendapatkan informasi lebih lanjut."

Berbeda dengan akun saham, akun perdagangan berjangka tidak dilindungi oleh asuransi SIPC. Namun, sudah menjadi praktik industri yang ketat bahwa dana nasabah harus dipisahkan dari dana perusahaan. Sayangnya, tidak demikian dalam kasus ini. Beberapa hari kemudian, CEO MF Global, Jon Corzine, mengundurkan diri tanpa ada pengganti yang ditunjuk. Dana nasabah sebesar Rp 6 triliun dinyatakan hilang. Posisi investasi saya yang masih terbuka dialihkan ke broker baru, namun hanya dengan sebagian kecil jaminan yang mendukungnya. Saya pun menutup posisi tersebut dan menanggung kerugiannya. Setidaknya, saya bisa kembali tidur dengan tenang karena transaksi-transaksi itu telah ditutup.

Setelah beberapa bulan pihak kurator memproses klaim para nasabah, saldo kas di akun saya akhirnya kembali utuh. Untungnya, periode yang sangat menegangkan ini berakhir dengan kerugian finansial yang minimal. Pelajaran yang saya petik dari pengalaman tersebut adalah, meskipun risiko tidak dapat dihindari sepenuhnya, kita harus cermat dalam memilih pihak untuk berbisnis dan memahami tingkat perlindungan yang dimiliki seandainya terjadi skenario terburuk. Hal yang tidak terbayangkan bisa saja terjadi; oleh karena itu, perlindungan seperti asuransi SIPC untuk saham dan asuransi FDIC untuk rekening tabungan tidak boleh dianggap sebagai sesuatu yang sudah pasti ada begitu saja.

5.2 KOMUNIKASI PERUSAHAAN DAN HAK SUARA PEMEGANG SAHAM

Terlepas dari bagaimana cara Anda memiliki saham, sebagai pemegang saham, Anda akan menerima komunikasi tertentu dari perusahaan, baik secara langsung maupun melalui broker Anda. Komunikasi yang paling umum Anda terima adalah laporan tahunan dan pernyataan proksi (*proxy statement*). Laporan tahunan merupakan pembaruan mengenai kondisi terkini perusahaan. Sesuai namanya, laporan tahunan dikirimkan kepada para pemegang saham setahun sekali setelah berakhirnya tahun fiskal perusahaan. Laporan ini juga tersedia untuk umum di situs web perusahaan. Laporan tahunan biasanya mencakup surat pengantar dari CEO, serta informasi terkini mengenai kegiatan operasional bisnis, kinerja keuangan, rencana produk baru, dan sebagainya. Komunitas investasi sering menyebut istilah "Formulir 10-K" (*Form* 10-K), yang serupa dengan laporan tahunan namun biasanya memuat

laporan keuangan yang lebih terperinci. Perusahaan diwajibkan untuk menyerahkan Formulir 10-K kepada SEC (*Securities and Exchange Commission*) dalam jangka waktu 60 hari setelah berakhirnya tahun fiskal perusahaan.

Catatan Tambahan: Tahun Fiskal Versus Tahun Kalender

Tidak semua perusahaan memulai tahun bisnisnya pada tanggal 1 Januari dan mengakhirinya pada tanggal 31 Desember. Beberapa perusahaan memang melakukannya, tetapi ada pula yang tidak setiap perusahaan dapat menentukan sendiri periode tahun fiskalnya. Tahun fiskal perusahaan adalah periode dua belas bulan, layaknya satu tahun pada umumnya, namun perusahaan dapat memilih bulan dimulainya periode tersebut. Perusahaan biasanya mengakhiri tahun fiskal mereka pada akhir kuartal Kalender yaitu pada akhir bulan Maret, Juni, September, atau Desember. Tahun fiskal ditandai dengan tahun di mana bulan terakhir periode tersebut jatuh. Sebagai contoh, jika tahun fiskal suatu perusahaan berlangsung dari 1 Oktober 2021 hingga 30 September 2022, maka seluruh periode tersebut dianggap sebagai Tahun Fiskal 2022. Selanjutnya, perusahaan tersebut akan memulai tahun fiskal 2023 pada tanggal 1 Oktober 2022. Perusahaan dengan bisnis yang bersifat musiman sering kali memiliki tahun fiskal yang berbeda dari tahun kalender.

Sebagai contoh, sebuah perusahaan ritel yang mencatatkan sebagian besar penjualannya selama musim liburan mungkin tidak ingin mengakhiri tahun bisnisnya pada tanggal 31 Desember. Mengingat tanggal tersebut sangat dekat dengan puncak kesibukan musim liburan, akan sulit bagi perusahaan untuk menyusun laporan tahunan serta laporan akhir tahun lainnya yang diwajibkan pada saat itu. Para investor akan memeriksa dokumen 10-K suatu perusahaan, serta formulir 10-Q yang merupakan pembaruan keuangan triwulanan. Jika dokumen 10-K disampaikan satu kali pada akhir tahun dan mencakup laporan keuangan yang telah diaudit, maka dokumen 10-Q harus disampaikan pada akhir setiap tiga kuartal pertama dan mencakup laporan keuangan yang belum diaudit. Dokumen 10-Q memberikan pembaruan terkini untuk membantu investor memantau perkembangan perusahaan sepanjang tahun. Hal ini ibarat menerima laporan kemajuan berkala di sekolah sebelum rapor akhir diterima pada penghujung semester.

Jenis komunikasi perusahaan utama lainnya yang diterima oleh pemegang saham adalah pernyataan proksi (*proxy statement*). SEC (Komisi Sekuritas dan Bursa AS) mewajibkan perusahaan untuk memberikan informasi yang relevan kepada para pemegang saham agar mereka dapat mengambil keputusan berdasarkan informasi yang memadai terkait hal-hal yang akan dibahas dalam rapat umum atau rapat khusus pemegang saham. Informasi semacam ini dapat mencakup usulan penambahan anggota dewan direksi, perubahan kompensasi bagi eksekutif dan direktur, serta berbagai masalah bisnis penting lainnya. Sekecil apa pun kepemilikan saham seseorang, suara mereka tetap diperhitungkan dan mereka berhak mengetahui apa yang sedang mereka pilih. Pemegang saham akan menerima komunikasi ini, terlepas dari apakah mereka memiliki satu lembar saham atau seribu lembar saham.

Perlu dicatat bahwa jika Anda memiliki jenis saham tanpa hak suara, Anda mungkin menerima atau tidak menerima komunikasi tersebut, tergantung pada kebijakan perusahaan, bursa tempat saham tersebut tercatat, serta sifat dari pemberitahuan yang disampaikan. Saya

pernah memiliki saham Twitter (TWTR) (dengan hak suara) pada tahun 2022, ketika perusahaan tersebut menerima tawaran pengambilalihan yang ramai diberitakan dari pendiri Tesla, Elon Musk. Sebagai pemegang saham, saya berhak memberikan suara terkait pengesahan perjanjian merger tersebut. Melalui akun perantara (*brokerage account*) saya, saya menerima pernyataan proksi setebal 262 halaman dari Twitter yang merinci informasi mengenai pemungutan suara yang akan datang.

Dokumen tersebut diawali dengan surat dua halaman untuk para pemegang saham yang ditandatangani oleh CEO dan ketua dewan direksi Twitter. Di dalamnya, mereka merangkum pokok persoalan yang dipertaruhkan dalam pemungutan suara tersebut, serta memberikan rekomendasi mengenai bagaimana sebaiknya pemegang saham menggunakan hak suaranya. Tentu saja, investor bebas untuk memberikan suara sesuai dengan pilihan mereka sendiri. Mereka juga sama sekali tidak diwajibkan untuk memberikan suara.

Jika Anda menyimpan saham melalui broker (atas nama *broker/ street name*) dan Anda tidak berpartisipasi dalam pemungutan suara, broker dapat memberikan suara atas nama Anda untuk "perkara rutin" sesuai dengan kebijakan mereka. Perkara rutin mencakup hal-hal seperti penunjukan auditor dan tindakan lain yang tidak memengaruhi hak serta keistimewaan yang melekat pada kepemilikan saham di perusahaan tersebut.

Dalam kasus perjanjian merger seperti yang terjadi pada Twitter dan Elon Musk hal tersebut bukanlah perkara rutin, sehingga broker tidak dapat memberikan suara mewakili Anda. Sebagian besar investor perorangan tidak berpartisipasi dalam pemungutan suara korporasi. Berdasarkan data yang dikumpulkan pada tahun 2021, hanya sepertiga dari saham yang dimiliki oleh investor perorangan yang diwakili dalam pemungutan suara terkait urusan perusahaan, dibandingkan dengan lebih dari 90% saham yang dimiliki oleh institusi.

5.3 KARAKTERISTIK INVESTOR RITEL, INSTITUSIONAL, DAN AKTIVIS

Investor ritel adalah perorangan. Mereka bukanlah profesional, melainkan individu yang melakukan jual-beli saham melalui rekening pribadi mereka. Istilah "investor ritel" mencakup spektrum luas individu dengan tujuan investasi yang beragam. Seorang anak muda berusia 22 tahun yang membeli saham *GameStop* (GME) berdasarkan tips dari internet adalah investor ritel. Begitu pula dengan seorang eksekutif pemasaran berusia 60 tahun yang menginvestasikan Rp 20 miliar ke dalam reksa dana indeks S&P 500 ia pun termasuk investor ritel. keuangan sering kali menyoroti sentimen investor ritel dan mencemooh mereka karena pemilihan waktu (*timing*) yang buruk membeli saham saat harga tinggi dan menjualnya saat harga rendah. Padahal, data menunjukkan bahwa para profesional pun tidak selalu piawai dalam menentukan waktu yang tepat untuk bertransaksi di pasar.

Para profesional ini disebut sebagai investor institusional. Investor institusional adalah perusahaan atau organisasi yang mengelola dana atas nama pihak lain seperti reksa dana, dana lindung nilai (*hedge fund*), dana pensiun, dan perusahaan asuransi. Mereka mendapatkan imbalan untuk melakukan investasi tersebut. Karena mengelola dana dalam jumlah besar, investor institusional ibarat "ikan besar" di dalam kolam. Lebih dari 70% dari total saham yang beredar di Amerika Serikat dimiliki oleh investor institusional. Mereka

melakukan transaksi dalam jumlah yang jauh lebih besar dibandingkan investor ritel, sehingga tindakan mereka memiliki dampak yang lebih signifikan terhadap arah pergerakan pasar.

Jika Anda sebagai individu membeli beberapa lembar saham Spotify (SPOT), jumlah tersebut sangatlah kecil dan tidak akan memberikan dampak berarti terhadap harga sahamnya. Sebaliknya, jika seorang manajer investasi institusional memutuskan untuk membeli jutaan lembar saham Spotify, tindakan tersebut dapat menopang harga saham atau bahkan mendorong kenaikan harganya. Tidak mengherankan jika investor institusional jauh lebih aktif dalam pemungutan suara pemegang saham dibandingkan investor ritel. Investor ritel berskala kecil menyadari bahwa mereka tidak memiliki kekuatan suara yang besar; umumnya, mereka hanya memedulikan harga saham yang mereka miliki serta dividen yang masuk ke rekening mereka.

Di sisi lain, investor institusional memiliki kekuatan untuk memengaruhi keputusan perusahaan. Sementara itu, klien mereka yang dananya sedang diinvestasikan berharap agar mereka melakukan segala upaya untuk menghasilkan imbal hasil. Terdapat satu jenis investor institusional, yang dikenal sebagai investor aktivis, yang menjadikan tindakan korporasi sebagai bagian langsung dari strategi investasinya. Investor aktivis mungkin berupaya mengidentifikasi perusahaan yang kinerjanya tertinggal dibandingkan perusahaan sejenis, bukan karena alasan yang jelas, melainkan akibat sikap berpuas diri dari dewan direksi dan tim manajemen perusahaan tersebut. Investor ini kemudian akan mengambil kepemilikan saham di perusahaan yang berkinerja buruk itu dan berupaya mengganti dewan direksi serta tim manajemen dengan orang-orang baru yang lebih sejalan dengan visi mereka.

Mungkin perusahaan tersebut membuang-buang uang dengan mempekerjakan terlalu banyak orang atau sering menggunakan jet perusahaan sehingga memerlukan dorongan tegas untuk melakukan efisiensi biaya. Atau, bisa jadi CEO yang selama ini memimpin perusahaan memang tidak mampu menjalankan tugasnya dengan baik dan perlu digantikan oleh sosok yang lebih kompeten. Bagaimanapun, perubahan yang dipaksakan seperti ini dapat memberikan dampak signifikan terhadap perusahaan maupun harga sahamnya.

Contoh: Investor Aktivis

Salah satu investor aktivis yang menarik perhatian dalam beberapa tahun terakhir adalah Mantle Ridge, yang dikelola oleh Paul Hilal. Sebelumnya, saat bekerja di perusahaan dana lindung nilai (*hedge fund*) ternama, Pershing Square, Hilal turut memimpin investasi perusahaan tersebut di *Canadian Pacific Railroad* (CP). Pada tahun 2011, margin operasional Canadian Pacific tercatat lebih rendah dibandingkan perusahaan sejenis, padahal tidak ada alasan struktural yang jelas mengapa hal itu terjadi.

Pershing Square mengakuisisi posisi saham yang cukup besar, kemudian menggalang dukungan dari para pemegang saham untuk memengaruhi keputusan perusahaan, hingga akhirnya berhasil menunjuk seorang tokoh legendaris di industri kereta api, Hunter Harrison, sebagai CEO. Tujuannya adalah agar di bawah manajemen dan keahlian Hunter Harrison, perusahaan kereta api tersebut menjadi lebih menguntungkan, yang pada gilirannya akan mendorong kenaikan harga saham. Hal itulah yang kemudian terjadi. Margin operasional

meningkat, dan harga saham melonjak 150% dalam kurun waktu lima tahun. Pershing Square pun meraup keuntungan lebih dari Rp 25 triliun.

Tak lama setelah keberhasilan investasi di CP, Hilal meninggalkan Pershing Square untuk mendirikan perusahaan dana lindung nilai miliknya sendiri, Mantle Ridge. Tujuan awalnya adalah mereplikasi strategi yang ia terapkan di Canadian Pacific pada perusahaan kereta api lain, yaitu CSX. Seperti halnya Canadian Pacific, CSX memiliki margin keuntungan yang lebih rendah dibandingkan perusahaan sejenis. Pemikirannya adalah: Hunter Harrison mungkin juga bisa memperbaiki kondisi di CSX.

Oleh karena itu, pada akhir 2016, Mantle Ridge mulai mengakumulasi saham CSX. Pada awal 2017, guna menghindari *proxy battle* (perebutan kendali atas suatu organisasi yang bersifat tidak bersahabat), CSX menyetujui permintaan Mantle Ridge untuk menunjuk Hunter Harrison sebagai CEO. Sayangnya, Harrison meninggal dunia secara mendadak pada Desember 2017. Ia tidak sempat mengawasi langsung seluruh perubahan operasional yang telah ia rencanakan untuk perusahaan tersebut, namun tim yang ia bantu bentuklah yang kemudian melaksanakannya. Mantle Ridge memperoleh hasil yang memuaskan dari investasi ini. Mereka menjual sebagian besar saham CSX pada tahun 2019, dengan nilai investasi yang meningkat hampir dua kali lipat dalam waktu kurang dari tiga tahun. Tidak semua investor institusional merupakan investor aktivis. Investor aktivis hanya mengendalikan sebagian kecil dari dana yang dikelola secara profesional.

5.4 PENDEKATAN INVESTASI INSTITUSIONAL

Terdapat beragam gaya dan tujuan dalam kategori investor ekuitas institusional. Secara konseptual, cara paling sederhana untuk membagi kategori ini adalah ke dalam dua kelompok besar: *long-only* (investor posisi beli saja) dan *hedge fund* (dana lindung nilai). Investor *long-only* adalah manajer investasi yang hanya mengambil posisi "beli" (*long*) terhadap saham. Mengambil posisi beli berarti mereka membeli saham dengan tujuan untuk berinvestasi. Investor jenis ini memiliki pola pikir jangka panjang. Mereka menanamkan modal pada bisnis yang mereka yakini baik atau dinilai lebih rendah dari nilai intrinsiknya (*undervalued*), dengan keyakinan bahwa seiring berjalannya waktu, kinerja perusahaan tersebut akan menghasilkan keuntungan bagi mereka sebagai pemegang saham.

Hal ini berbeda dengan aktivitas trading (perdagangan). Seorang trader biasanya memiliki pola pikir jangka pendek dan bertaruh pada pergerakan arah harga saham dalam waktu dekat. Aktivitas ini mungkin tidak ada kaitannya sama sekali dengan pandangan mengenai prospek jangka panjang perusahaan tersebut. Dana investasi *long-only* mencakup apa yang oleh kebanyakan orang dianggap sebagai perusahaan investasi pada umumnya. Mereka membeli saham yang dianggap sebagai investasi yang baik, dan menjualnya kembali ketika saham tersebut tidak lagi dianggap sebagai investasi yang menguntungkan. Mereka bertujuan untuk mempertahankan posisi selama bertahun-tahun dan tidak berspekulasi pada pergerakan harga jangka pendek. Reksa dana merupakan salah satu contoh dari dana investasi *long-only*. Seorang manajer portofolio beserta tim analis akan memilih saham berdasarkan kriteria tertentu, dengan tujuan mengelola portofolio yang mampu mengungguli kinerja pasar.

Pihak yang menginvestasikan dananya ke dalam reksa dana akan membayar biaya atas layanan tersebut, karena mereka yakin bahwa imbal hasil (*return*) tambahan yang dihasilkan melalui proses pemilihan saham secara profesional akan lebih besar dibandingkan jika hanya berinvestasi pada dana yang mengikuti indeks pasar secara luas. Kita akan membahas mengenai indeks pada Bab 12. Oleh karena itu, kinerja reksa dana *long-only* dinilai berdasarkan tolok ukur (*benchmark*), bukan secara absolut. Mengingat pergerakan saham umumnya searah dengan kondisi pasar secara keseluruhan, klien tidak akan mengharapkan reksa dana mereka mencatatkan imbal hasil positif pada tahun di mana pasar secara keseluruhan mengalami penurunan sebesar 20%.

Sebaliknya, mereka mungkin berharap bahwa meskipun indeks acuan pasar turun 20%, reksa dana yang dikelola secara aktif tersebut hanya mengalami penurunan sebesar 15%. Sebaliknya, pada tahun di mana pasar naik 20%, investor tentu berharap reksa dana yang dikelola secara aktif dapat mencatatkan kenaikan yang lebih tinggi dari angka tersebut. Di sisi lain, *hedge fund* (dana lindung nilai) dirancang sesuai dengan namanya sebagai sarana lindung nilai (*hedge*). Lindung nilai adalah investasi yang ditujukan untuk mengimbangi potensi kerugian atau keuntungan yang mungkin timbul dari investasi lain.

Anda mungkin pernah mendengar ungkapan “melakukan lindung nilai atas taruhan Anda” (*hedge your bet*). Ungkapan ini berarti melakukan sesuatu untuk mencegah kegagalan total jika berbagai peristiwa tidak berjalan sesuai dengan rencana Anda. Sebagai contoh, jika sebagian besar kekayaan Anda diinvestasikan dalam saham dan aset lain yang saling berkorelasi, nilai kekayaan bersih Anda akan terpukul cukup dalam saat pasar mengalami penurunan tajam. Dengan mengalokasikan sebagian dana ke dalam *hedge fund*, tujuannya adalah agar sebagian kekayaan Anda diinvestasikan dengan cara yang tidak berkorelasi dengan portofolio investasi Anda yang lain (yang hanya berposisi beli/ *long-only*). Harapannya, investasi di *hedge fund* dapat menghasilkan keuntungan pada tahun-tahun di mana bagian lain dari portofolio Anda justru mengalami kerugian.

Salah satu cara *hedge fund* untuk mencapai imbal hasil yang tidak berkorelasi dengan pasar adalah dengan bertaruh bahwa harga suatu saham akan turun praktik ini dikenal sebagai *short selling* (jual kosong). Ketika seorang manajer investasi melakukan *short selling* (jual kosong) terhadap suatu saham, ia meminjam sejumlah lembar saham dari broker lalu menjualnya di pasar. Ia bertaruh bahwa harga saham tersebut akan turun; saat harga turun, ia dapat membeli kembali saham tersebut dengan harga yang lebih rendah, lalu mengembalikannya kepada broker, sehingga memperoleh keuntungan dari proses tersebut.

Bayangkan seperti ini: setiap transaksi atau investasi, pada titik tertentu, pasti melibatkan kegiatan membeli dan menjual. Terlepas dari apakah durasi transaksinya sepuluh menit atau sepuluh tahun, harapannya selalu agar harga beli lebih rendah daripada harga jual. Logika yang sama berlaku untuk short selling saham, hanya saja urutan transaksinya dibalik. Jika Anda membeli saham seharga Rp 500.000 per lembar dan menjualnya seharga Rp 1 juta per lembar, Anda mendapatkan keuntungan sebesar Rp 500.000 per lembar. Urutan kapan transaksi beli dan jual dilakukan tidaklah penting. *Short selling* saham hanyalah salah satu dari sekian banyak strategi alternatif yang digunakan oleh *hedge fund* (dana lindung nilai). Mereka

juga dapat memperdagangkan opsi (*options*), kontrak berjangka (*futures*), *credit default swap*, serta berbagai strategi kreatif lainnya. Semua ini dilakukan demi menghasilkan imbal hasil yang tidak berkorelasi dengan pergerakan pasar secara umum.

***Short selling*: Sebuah Analogi**

Bayangkan teman Anda baru saja membeli sweter seharga Rp 1 juta di sebuah pusat perbelanjaan. Karena perayaan Natal tinggal beberapa minggu lagi, Anda yakin bahwa toko tersebut akan segera memberikan diskon untuk sweter itu, sehingga nantinya sweter tersebut bisa dibeli dengan harga yang jauh lebih murah. Untuk mendapatkan keuntungan dari gagasan Anda, Anda berkata kepada teman Anda, "Hei, bolehkah aku meminjam sweter-mu selama beberapa minggu lalu mengembalikannya kepadamu nanti? Sebagai imbalannya, aku akan membelikanmu sebatang cokelat." Teman Anda setuju, maka Anda memberikan cokelat tersebut, mengambil sweternya, lalu menjualnya kembali ke toko seharga Rp 1 juta. Anda mengantongi uang Rp 1 juta tersebut, kemudian menunggu. Benar saja, beberapa minggu kemudian toko tersebut mengadakan diskon 50% untuk seluruh barang. Anda pun datang ke toko itu dan membeli kembali sweter tersebut seharga Rp 500.000. Anda mengembalikan sweter itu kepada teman Anda, dan kini Anda memiliki tambahan uang Rp 500.000 di kantong Anda! Anda baru saja memperoleh keuntungan dari prediksi Anda bahwa harga sweter tersebut akan turun. Itulah gagasan di balik *short selling* (jual kosong). Ini merupakan upaya yang menantang dan berisiko, yang bahkan sulit dilakukan oleh sebagian besar profesional sekalipun. Ironisnya, beberapa dana lindung nilai (*hedge fund*) ekuitas telah berhenti melakukan short selling karena terbukti sangat sulit untuk dijalankan. Saat ini, terdapat kategori hedge fund yang hanya mengambil posisi beli (*long-only*), yang dikenal sebagai *long-only absolute return fund*.

Seperti *hedge fund* tradisional, *long-only absolute return fund* bertujuan untuk menghasilkan imbal hasil positif secara absolut, terlepas dari bagaimana kinerja pasar secara keseluruhan. Terkadang, dana ini menempatkan taruhan terkonsentrasi pada saham-saham yang dianggap kurang dihargai (*undervalued*) atau disalahpahami oleh pasar. Mereka juga mungkin berupaya melakukan lindung nilai (*hedging*) terhadap risiko dengan menggunakan opsi atau instrumen derivatif lainnya. Derivatif adalah kontrak keuangan yang nilainya bergantung pada aset dasar (*underlying asset*), seperti saham atau komoditas. Pada bab 14, kita akan membahas dua jenis derivatif yang paling umum diperdagangkan, yaitu opsi (*options*) dan kontrak berjangka (*futures*).

Pembahasan mengenai investasi institusional tidak akan lengkap tanpa menyebutkan pertumbuhan pesat dalam investasi kuantitatif. Tidak selalu ada manusia yang berpikir mendalam di sisi lain dari transaksi saham Anda. Banyak dana yang dikelola secara aktif kini digerakkan oleh model statistik dan algoritma, yang menghilangkan jebakan emosional dalam berinvestasi. Faktanya, *hedge fund* dengan kinerja terbaik sepanjang masa, Renaissance Technologies, merupakan dana investasi kuantitatif (*quant fund*). Dana tersebut, yang didirikan oleh seorang matematikawan bergelar PhD bernama James Simons, menerapkan pengenalan pola matematika yang kompleks dalam perdagangan. Sejak tahun 1988, dana utama Renaissance telah menghasilkan imbal hasil tahunan rata-rata di atas 60% dan mencatatkan

total keuntungan lebih dari Rp 1.000 triliun (atau Rp 1 kuadriliun). Kekayaan bersih pribadi James Simons diperkirakan mencapai lebih dari Rp 200 triliun. Jadi, berdasarkan angka-angka yang ada, investor terbaik sepanjang masa adalah seorang praktisi investasi kuantitatif (*quant*). Namun, karena semakin banyak dana dialokasikan ke dalam strategi investasi kuantitatif, persaingan di bidang ini pun meningkat, sehingga imbal hasil yang luar biasa mungkin akan semakin sulit untuk dicapai. Kita lihat saja apakah manusia mampu mengejar mesin. Hanya waktu yang bisa menjawabnya.

Pelajaran Sejarah: Kelahiran Dana Lindung Nilai (*Hedge Fund*)

Dana lindung nilai pertama konon dimulai pada tahun 1949 oleh Alfred Winslow Jones. Menurut pandangannya, terdapat dua risiko utama dalam investasi saham: risiko pasar dan risiko spesifik saham. Gagasannya yang sederhana namun inovatif adalah menciptakan portofolio yang netral terhadap pasar (*market-neutral*), di mana ia mengambil posisi beli (*long*) pada saham-saham yang diperkirakan akan berkinerja lebih baik, serta posisi jual (*short*) pada saham-saham yang diperkirakan akan berkinerja lebih buruk. Dengan membuka posisi beli dan jual secara bersamaan, ia dapat meniadakan pergerakan arah pasar secara keseluruhan, sehingga yang tersisa hanyalah alpha yaitu hasil dari kemampuan pemilihan saham yang murni. Alpha, yang menjadi tujuan bagi semua investor dan pedagang, merupakan imbal hasil (*return*) berlebih dibandingkan dengan pasar atau tolok ukur lainnya. Hal ini menjadi bukti dari keahlian dalam memilih saham.

Pada tahun 1952, ia menambahkan biaya insentif dan mengubah struktur dananya menjadi kemitraan terbatas (*limited partnership*). Ini merupakan produk pertama yang tersedia bagi investor yang menggabungkan strategi lindung nilai dengan penggunaan *leverage* (dana pinjaman) serta skema biaya kinerja sebesar 20%. Memasuki tahun 1960-an, minat terhadap dana lindung nilai mulai meningkat pesat. Sebuah artikel di majalah Fortune pada tahun 1966 menarik perhatian luas dengan menyoroti kinerja unggul dari instrumen investasi milik Jones. Artikel tersebut menyatakan bahwa selama lima tahun sebelumnya, kinerja investasi Jones melampaui reksa dana terbaik yang ada, dengan selisih 44% bahkan setelah memperhitungkan biaya yang tinggi.

Dalam beberapa tahun berikutnya, banyak dana lindung nilai baru didirikan, termasuk *Quantum Fund* yang legendaris milik George Soros. Kini kita telah memahami bagaimana saham dimiliki dan siapa saja pihak yang memilikinya. Pada bab selanjutnya, kita akan membahas bagaimana investor memperoleh keuntungan dari saham melalui dividen dan *capital gain* (keuntungan modal).

BAB 6
SUMBER KEUNTUNGAN INVESTASI SAHAM

Sebagai pemilik saham biasa, kita tentu ingin memperoleh keuntungan dari pertumbuhan suatu perusahaan. Namun, bagaimana kepemilikan saham dapat berubah menjadi uang tunai yang benar-benar masuk ke rekening bank Anda? Ada dua cara bagi investor saham biasa untuk mendapatkan keuntungan: melalui dividen dan keuntungan modal (*capital gains*).

6.1 DIVIDEN SAHAM: IMBAL HASIL, KEBERLANJUTAN, DAN MEKANISME PEMBAYARAN

Saat saya masuk ke akun pialang saya, nilai portofolio saya mungkin meningkat karena salah satu dari dua alasan: harga saham saya naik, atau saya menerima pembayaran dividen. Kenaikan harga saham memang menyenangkan, tetapi sifatnya bisa saja sementara. Hanya waktu yang akan menjawabnya. Sebaliknya, pembayaran dividen bersifat permanen. Dividen adalah uang tunai yang disetorkan ke dalam rekening saya, dan saya bebas menggunakannya untuk keperluan apa pun. Dividen merupakan pembagian laba perusahaan kepada para pemegang sahamnya. Ketika sebuah perusahaan menghasilkan uang tunai dari kegiatan operasionalnya, perusahaan tersebut harus memutuskan bagaimana menggunakan dana tersebut. Keputusan untuk membagikan uang tunai itu dalam bentuk dividen diambil oleh dewan direksi perusahaan. Dewan direksi bertanggung jawab untuk menentukan apakah dividen akan dibayarkan atau tidak, dan jika ya, berapa jumlah yang akan dibayarkan.

Di Amerika Serikat, dividen sering kali dibayarkan setiap kuartal dalam bentuk tunai. Ada kalanya dividen dibayarkan dalam bentuk saham tambahan, namun biasanya, ketika investor berbicara mengenai dividen, yang dimaksud adalah pembagian keuntungan secara tunai. Saham dengan dividen terbaik umumnya diterbitkan oleh perusahaan besar yang sudah mapan dengan laba yang dapat diprediksi. Perusahaan kecil yang sedang tumbuh pesat biasanya lebih memilih untuk menginvestasikan kembali kas yang dimilikinya ke dalam bisnis mereka. Mereka perlu mengalokasikan dana berharga tersebut untuk merekrut karyawan, mendanai studi dan pengembangan, serta melakukan pemasaran guna meningkatkan kesadaran merek dan memperluas pangsa pasar. Pembayaran dividen pun harus ditunda, dan para investor biasanya memahami hal ini.

Di sisi lain, perusahaan yang sudah matang yang pertumbuhannya melambat namun mampu menghasilkan laba besar biasanya ingin memberikan imbalan kepada para pemiliknya melalui pembayaran dividen secara berkala. Perusahaan-perusahaan matang ini memang tetap perlu melakukan investasi kembali dalam bisnis mereka untuk mempertahankan posisi kompetitif, tetapi mereka tidak perlu menginvestasikan seluruh kas yang dimiliki. Mereka memiliki kelebihan dana, dan para investor di perusahaan yang mapan secara finansial ini biasanya mengharapkan sebagian dari kelebihan dana tersebut dibagikan dalam bentuk pembayaran tunai secara berkala. Dividen sering kali dinyatakan sebagai persentase terhadap harga saham, yang dikenal sebagai imbal hasil dividen (*dividend yield*).

Sebagai contoh, jika sebuah perusahaan membayar dividen sebesar Rp30.000 per saham dan harga sahamnya diperdagangkan pada angka Rp 1 juta per saham, maka imbal hasil dividennya adalah 3%. Ini berarti untuk setiap Rp 1 juta yang diinvestasikan di perusahaan tersebut, Anda bisa mengharapkan imbalan sebesar Rp 30.000 setiap tahun dalam bentuk pembayaran dividen tunai. Biasanya, pembayaran dividen tahunan sebesar Rp 30.000 per saham ini akan dibagi menjadi empat kali pembayaran triwulanan. Imbalan dividen (*dividend yield*) yang tinggi bisa menarik bagi investor, namun sayangnya, berinvestasi tidak sesederhana sekadar membeli saham dengan imbalan tertinggi. Sesuatu yang tampak terlalu indah untuk menjadi kenyataan sering kali memang tidak nyata. Jika sebuah perusahaan memiliki imbalan dividen yang sangat tinggi dibandingkan dengan perusahaan sejenis, hal itu bisa menjadi indikasi bahwa dividen tersebut tidak berkelanjutan. Imbalan yang tinggi bisa terjadi karena investor sedang menjual saham tersebut sebagai antisipasi terhadap pemotongan dividen.

Perusahaan tidak memiliki kewajiban untuk mempertahankan dividennya. Jika kondisi bisnis memburuk atau dewan direksi perusahaan merasa ada penggunaan kas yang lebih baik, perusahaan dapat mengurangi dividen atau bahkan menghilangkannya sama sekali. Salah satu cara untuk mengukur keberlanjutan dividen adalah dengan melihat rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*). Rasio pembayaran dividen dihitung dengan membagi dividen tahunan per saham dengan laba tahunan per saham (*earnings per share*/EPS).

Sebagai contoh, jika sebuah perusahaan membayar total dividen sebesar Rp 10.000 per saham dalam satu tahun, dan menghasilkan total laba per saham (EPS) sebesar Rp 20.000 pada tahun yang sama, maka rasio pembayaran dividen perusahaan tersebut adalah 50% (Rp 10.000 ÷Rp 20.000=0,5, atau 50%). Rasio sederhana ini menunjukkan persentase dari total laba perusahaan yang dibayarkan sebagai dividen. Dalam contoh ini, untuk setiap Rp 10.000 laba yang dihasilkan, perusahaan membayarkan Rp 5.000 sebagai dividen. Jika sebuah perusahaan hanya menggunakan sebagian kecil dari total labanya untuk membayar dividen, dapat disimpulkan bahwa pembayaran dividen tersebut kemungkinan besar aman. Namun, jika perusahaan harus mengalokasikan sebagian besar labanya untuk membayar dividen, maka setiap kendala yang tidak terduga dalam bisnis dapat membuat pembayaran dividen tersebut berisiko. Sebagai pedoman umum, rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) di bawah 50% dianggap stabil, sementara angka di atas 50% mulai bisa menjadi kekhawatiran.

Studi Kasus: Pemangkasan Dividen

General Motors Company (GM) adalah perusahaan otomotif ikonik asal Amerika yang didirikan pada tahun 1908. Selama beberapa dekade, GM secara konsisten membayarkan dividen, termasuk dividen sebesar 50 sen setiap kuartal dari tahun 1997 hingga 2005. Ketika bisnis General Motors mulai goyah pada pertengahan tahun 2000-an, harga sahamnya merosot dari lebih dari Rp 600.000 pada awal 2003 menjadi di bawah Rp 200.000 pada awal 2006, sementara imbal hasil dividen (*dividend yield*) melonjak hingga lebih dari 10%. Bagi banyak investor, imbal hasil 10% dari perusahaan dengan sejarah yang disegani tampak terlalu indah untuk menjadi kenyataan. Dan memang demikianlah kenyataannya.

Pada bulan Februari 2006, GM memangkas dividennya hingga separuhnya menjadi 25 sen per lembar saham. Kemudian pada bulan Mei 2008, perusahaan tersebut menghentikan

pembayaran dividen sama sekali. Hanya berselang satu tahun, pada tahun 2009, GM menyatakan bangkrut dan harga sahamnya jatuh hingga menjadi nol. General Motors akhirnya mendapatkan dana talangan dari pemerintah Amerika Serikat selama krisis keuangan, dan sahamnya kembali diperdagangkan secara publik pada bulan Oktober 2011. Namun, para investor telah lebih dulu menanggung kerugian; mereka yang memiliki saham GM sebelum kebangkrutan kehilangan seluruh investasi mereka.

Ketika sebuah perusahaan mengumumkan akan membagikan dividen, terdapat beberapa tanggal penting yang perlu diperhatikan oleh para investor. Tanggal pengumuman (atau tanggal deklarasi) adalah saat perusahaan pertama kali menyampaikan secara terbuka kepada para pemegang sahamnya mengenai rencana untuk membagikan dividen. Tanggal pembayaran adalah tanggal saat dividen benar-benar dibayarkan. Pada tanggal ini, dana tunai akan dikirimkan dan dimasukkan ke dalam rekening para pemegang saham. Mengingat saham terus diperjualbelikan setiap saat, muncul pertanyaan: siapa yang berhak menerima dividen tersebut? Hal ini ditentukan oleh tanggal pencatatan (*record date*). Tanggal pencatatan merupakan batas waktu yang ditetapkan oleh perusahaan untuk menentukan siapa saja pemegang saham yang berhak menerima dividen. Mereka yang tercatat sebagai pemilik saham pada tanggal tersebut akan menerima pembayaran dividen berikutnya.

Hal penting yang perlu diperhatikan investor adalah bahwa saat saham dibeli, kepemilikan resmi atas saham tersebut tidak langsung berpindah seketika. Di Amerika Serikat, penyelesaian transaksi (*settlement*) saat ini membutuhkan waktu dua hari kerja. Sistem ini dikenal sebagai sistem T+2. Jadi, agar memenuhi syarat untuk menerima dividen dengan berstatus sebagai pemilik saham pada tanggal pencatatan, Anda harus membeli saham tersebut dua hari kerja sebelum tanggal pencatatan.

Hari tepat sebelum tanggal pencatatan disebut sebagai tanggal ex-dividend (tanggal tanpa dividen), karena pada tanggal tersebut, seseorang sudah terlambat untuk membeli saham jika ingin mendapatkan dividen berikutnya. Berikut adalah contoh nyata mengenai hal ini: Pada tanggal 30 Juli 2020, Apple (AAPL) mengumumkan akan membagikan dividen kuartalan sebesar Rp 8.200 per lembar saham pada tanggal 13 Agustus. Pembayaran ini ditujukan bagi seluruh pemegang saham yang tercatat hingga hari Senin, 10 Agustus. Karena dibutuhkan waktu dua hari kerja untuk proses pengalihan kepemilikan (agar pemilik saham baru tercatat dalam daftar pemegang saham), maka Anda harus membeli saham tersebut paling lambat pada hari Kamis, 6 Agustus, agar memenuhi syarat untuk menerima dividen. Hari di antara tanggal tersebut yaitu Jumat, 7 Agustus merupakan tanggal *ex-dividend* (tanggal tanpa dividen), karena pada hari itu, pembeli baru saham AAPL tidak lagi berhak menerima pembayaran dividen yang akan datang. Saat sebuah saham memasuki periode *ex-dividend*, harga saham biasanya akan turun sebesar nilai dividen yang dibagikan. Hal ini mencerminkan fakta bahwa pemegang saham baru tidak berhak atas pembayaran dividen tersebut.

Sebagai investor yang cerdas, penting untuk mengetahui tanggal-tanggal ini, meskipun Anda tidak perlu terlalu memusingkannya. Jika Anda berinvestasi di suatu perusahaan untuk jangka panjang, menerima atau tidaknya pembayaran dividen kuartalan berikutnya mungkin tidak terlalu berpengaruh bagi Anda. Dividen kuartalan ibarat uang saku; dividen merupakan

pembayaran rutin dalam jumlah kecil yang diterima pemegang saham setiap kuartal sebagai imbalan atas kepemilikan mereka dalam bisnis tersebut. Terkadang, pemegang saham bisa mendapatkan bonus yang tidak terduga! Dividen khusus adalah kondisi di mana perusahaan memutuskan untuk memberikan pembayaran dividen satu kali kepada para pemegang sahamnya. Biasanya, jumlah dividen khusus ini lebih besar daripada dividen kuartalan yang lazim dibagikan. Sama halnya seperti perusahaan yang memberikan bonus kepada karyawan saat kinerjanya baik dalam satu tahun, dewan direksi perusahaan mungkin memutuskan untuk membagikan dividen khusus kepada pemegang saham ketika perusahaan mencatatkan kinerja yang prima dan memiliki kelebihan kas.

Salah satu contoh perusahaan yang telah beberapa kali membagikan dividen khusus adalah *Costco Wholesale Corporation* (COST). Costco merupakan peritel berbasis keanggotaan yang berpusat di Amerika Serikat dan dikenal memiliki kinerja unggul dalam mencatatkan penjualan serta laba yang kuat secara konsisten. Pada November 2020, Costco membagikan dividen reguler sebesar Rp 7.000 per kuartal. Namun, karena kinerja perusahaan yang sangat baik dan adanya kelebihan kas, Costco mengumumkan akan membagikan dividen khusus pada Desember 2020 sebesar Rp 100.000 per saham, yang setara dengan imbal hasil dividen (*dividend yield*) sebesar 2,63%. Dividen khusus tersebut merupakan kali keempat Costco membagikan dividen serupa dalam kurun waktu delapan tahun. Sebelumnya, mereka pernah membagikan dividen khusus sebesar Rp 70.000 pada tahun 2017, Rp 50.000 pada tahun 2015, dan Rp 70.000 pada tahun 2012. Jika Anda adalah pemilik saham COST, Anda tentu merasa senang menerima pembayaran tunai tambahan tersebut.

6.2 INVESTASI KEMBALI DIVIDEN, PERTUMBUHAN MAJEMUK, DAN PERPAJAKAN

Saat dividen dibayarkan, dana tunai akan masuk ke dalam rekening investor. Investor kemudian bebas menggunakan dana tersebut sesuai keinginan mereka. Salah satu pilihannya adalah menginvestasikan kembali dividen tersebut ke dalam saham perusahaan. Dengan secara konsisten menggunakan dividen kuartalan untuk membeli lebih banyak saham, pendapatan dari investasi tersebut dapat tumbuh secara majemuk (*compounding*) seiring berjalannya waktu, yang berpotensi menghasilkan imbal hasil yang lebih besar. Konsep pertumbuhan majemuk (*compounding*) merupakan hal yang sangat krusial dalam berinvestasi.

Albert Einstein pernah berkata, “Bunga majemuk adalah keajaiban dunia kedelapan. Siapa pun yang memahaminya, akan memperolehnya; siapa pun yang tidak memahaminya, akan membayarnya.” Dengan secara konsisten menggunakan pembayaran dividen untuk membeli lebih banyak saham, Anda memperbesar basis yang menjadi acuan perhitungan dividen. Sebagai contoh, jika Anda memiliki saham senilai Rp 1 juta yang memberikan dividen tahunan sebesar 5%, maka pada akhir tahun pertama Anda akan memiliki Rp 1,05 juta. Jika Anda menginvestasikan kembali Rp 50.000 tersebut untuk membeli lebih banyak saham, pada tahun berikutnya Anda akan memperoleh 5% dari Rp 1,05 juta, yaitu Rp 52.500. Tahun berikutnya, Anda akan mendapatkan 5% dari Rp 1.102.500, yakni Rp 55.100, dan seterusnya. Dalam jangka pendek, angka-angka ini mungkin tampak tidak seberapa, namun keajaiban bunga majemuk (*compounding*) akan terlihat jelas dalam jangka panjang.

Setelah 50 tahun menginvestasikan kembali dividen, modal awal sebesar Rp1jt dalam saham dengan imbal hasil 5% akan tumbuh menjadi Rp 11.467.400. Bayangkan konsep ini diterapkan pada seluruh tabungan seseorang sepanjang hidupnya. Setelah 40 hingga 50 tahun bekerja dan menabung, jumlah dana yang terkumpul untuk masa pensiun bisa berkali-kali lipat lebih besar jika tabungan tersebut dibiarkan berkembang melalui bunga majemuk, dibandingkan jika tidak. Investasi kembali dividen dapat dilakukan secara manual. Anda bisa mengambil uang tunai yang diterima dari pembayaran dividen, lalu menggunakannya untuk mengajukan pesanan pembelian saham tambahan.

Kendala yang mungkin muncul adalah jumlah dividen yang diterima lebih kecil daripada harga satu lembar saham. Misalnya, jika Anda menerima dividen sebesar Rp 300.000 sementara harga satu lembar saham adalah Rp 600.000, maka uang tunai yang Anda miliki tidak cukup untuk membeli satu lembar saham tambahan. Saat ini, beberapa perusahaan sekuritas menawarkan opsi untuk membeli saham pecahan (*fractional shares*) artinya, Anda dapat membeli kurang dari satu lembar saham penuh. Dengan opsi ini, Anda bisa menginvestasikan kembali dividen sebesar Rp 300.000 tersebut untuk membeli ½ lembar saham yang harganya Rp 600.000.

Investor perlu memperhatikan bahwa biaya komisi dapat menggerus keuntungan dari investasi kembali dividen. Sebagai contoh, jika Anda menerima pembayaran dividen sebesar Rp 140.000 dan perusahaan sekuritas Anda mengenakan biaya Rp 70.000 per transaksi, maka Anda akan menghabiskan 50% dari pembayaran dividen tersebut untuk biaya transaksi. Itu bukanlah cara untuk menghasilkan keuntungan. Salah satu cara untuk mengatasi masalah ini adalah dengan mengikuti *Dividend Reinvestment Plan* (DRIP) atau program investasi ulang dividen. DRIP merupakan program yang ditawarkan oleh sejumlah perusahaan, yang memungkinkan investor untuk menginvestasikan kembali dividen tunai mereka guna membeli saham tambahan termasuk saham dalam bentuk pecahan dari perusahaan tersebut.

Melalui DRIP, saham baru dibeli langsung dari perusahaan pada tanggal pembayaran dividen. Sebagian besar program DRIP memungkinkan investor untuk membeli saham tanpa dikenakan komisi atau hanya dengan biaya yang sangat kecil. Bahkan, ada pula program DRIP yang menawarkan pembelian saham dengan harga diskon dibandingkan harga pasar saat ini. Perlu dicatat bahwa tidak semua perusahaan membagikan dividen, dan tidak semua perusahaan yang membagikan dividen menyediakan program DRIP. Salah satu kelompok perusahaan yang layak dicermati untuk menemukan program DRIP adalah apa yang disebut sebagai Dividend Aristocrats. Kelompok ini terdiri dari perusahaan-perusahaan besar yang sudah mapan, memenuhi kriteria tertentu terkait ukuran dan likuiditas, serta memiliki rekam jejak kenaikan dividen selama lebih dari 25 tahun. Daftar Dividend Aristocrats mencakup banyak korporasi ternama dan berskala besar, seperti Caterpillar, ExxonMobil, McDonald's, dan PepsiCo.

Pendapatan yang diperoleh dari dividen dikenakan pajak. Di Amerika Serikat, dividen biasa dikenakan pajak berdasarkan tarif pajak penghasilan umum individu yang bersangkutan. Namun, sebagian besar dividen dari saham biasa yang dibeli di bursa efek Amerika Serikat dikategorikan sebagai *qualified dividends* (dividen yang memenuhi syarat). *Qualified dividends*

dikenakan pajak federal berdasarkan tarif capital gains (keuntungan modal). Tarif ini bergantung pada tingkat pendapatan investor, namun sering kali lebih rendah daripada tarif pajak penghasilan umum individu tersebut. Perlu diketahui bahwa *Internal Revenue Service* (IRS) menetapkan ketentuan agar investor menahan saham selama jangka waktu tertentu untuk dapat menikmati tarif pajak yang lebih rendah atas *qualified dividends* ini. Ketentuan jangka waktunya cukup spesifik. Aturan yang berlaku saat ini mengharuskan investor saham biasa untuk menahan saham tersebut selama lebih dari 60 hari dalam periode 121 hari, yang dimulai 60 hari sebelum tanggal *ex-dividend* (tanggal di mana saham diperdagangkan tanpa hak atas dividen).

Secara sederhana, jika saya telah memegang saham tersebut setidaknya selama beberapa bulan, kemungkinan besar saya akan memenuhi syarat untuk mendapatkan tarif pajak yang lebih rendah tersebut. Salah satu cara bagi investor untuk berpotensi mengurangi dampak pajak adalah dengan menyimpan saham yang membagikan dividen di dalam rekening pensiun yang memiliki keuntungan pajak, seperti 401(k). Rekening semacam ini tidak mengenakan pajak atas dividen sampai pemiliknya mulai menarik dana dari rekening tersebut. Hal ini memungkinkan investasi untuk tumbuh secara majemuk dengan tingkat yang lebih tinggi, karena seluruh jumlah dividen bukan jumlah setelah dipotong pajak diinvestasikan kembali ke dalam saham yang bersangkutan.

6.3 KEUNTUNGAN MODAL DAN FAKTOR YANG MEMENGARUHI HARGA SAHAM

Tidak semua perusahaan membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Namun, hal tersebut bukan berarti investor tidak memiliki kesempatan untuk memperoleh keuntungan dari saham yang dimiliki. Salah satu cara untuk mendapatkan keuntungan adalah melalui kenaikan harga saham di pasar. Dengan demikian, investor tetap dapat memperoleh manfaat dari kepemilikan saham meskipun perusahaan tidak membagikan dividen. Kenaikan harga saham menjadi salah satu daya tarik utama dalam investasi karena investor memiliki peluang untuk meningkatkan nilai aset yang dimilikinya. Ketika investor membeli saham pada harga tertentu, terdapat harapan bahwa harga saham tersebut akan mengalami peningkatan pada masa mendatang. Apabila kenaikan terjadi secara signifikan, investor berpotensi memperoleh keuntungan dari selisih antara harga pembelian dan harga penjualan saham.

Meskipun demikian, investasi saham tidak selalu memberikan keuntungan karena harga saham dapat mengalami kenaikan maupun penurunan. Perubahan harga tersebut dapat terjadi setiap hari dan dipengaruhi oleh berbagai kondisi pasar. Dalam situasi tertentu, fluktuasi harga bahkan dapat berlangsung cukup besar sehingga nilai investasi yang dimiliki investor ikut berubah. Oleh karena itu, investor perlu memahami bahwa peluang memperoleh keuntungan selalu disertai dengan risiko kerugian. Keuntungan dari kenaikan harga saham dapat benar-benar diperoleh ketika investor menjual saham yang dimilikinya dengan harga lebih tinggi daripada harga saat pembelian. Selisih positif antara harga jual dan harga beli tersebut dikenal sebagai keuntungan modal atau *capital gain*. Dengan kata lain, *capital gain* merupakan keuntungan yang diperoleh investor dari peningkatan nilai saham setelah transaksi penjualan dilakukan.

Perubahan harga saham dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun kondisi ekonomi secara umum. Kinerja keuangan perusahaan, pertumbuhan pendapatan, kemampuan menghasilkan laba, serta prospek bisnis dapat memengaruhi penilaian investor terhadap suatu saham. Perusahaan dengan kondisi keuangan yang baik dan prospek pertumbuhan yang menjanjikan cenderung lebih menarik bagi investor. Kondisi tersebut dapat meningkatkan permintaan saham dan mendorong kenaikan harganya di pasar. Selain kondisi perusahaan, pergerakan harga saham juga dipengaruhi oleh hubungan antara permintaan dan penawaran di pasar modal. Ketika jumlah investor yang ingin membeli suatu saham lebih besar dibandingkan jumlah investor yang ingin menjualnya, harga saham cenderung mengalami kenaikan. Sebaliknya, apabila tekanan penjualan lebih tinggi daripada permintaan pembelian, harga saham berpotensi menurun. Oleh karena itu, perubahan minat dan perilaku investor memiliki peran penting dalam menentukan nilai saham di pasar.

Untuk memperoleh *capital gain*, investor perlu mempertimbangkan waktu pembelian dan penjualan saham secara cermat. Salah satu strategi yang dapat diterapkan adalah membeli saham ketika harganya dinilai masih berada di bawah nilai wajarnya, kemudian menjualnya ketika harga mengalami peningkatan. Dalam menentukan keputusan tersebut, investor dapat mempertimbangkan analisis fundamental untuk menilai kondisi perusahaan serta analisis teknikal untuk mengamati pola pergerakan harga saham. Penggunaan kedua pendekatan ini dapat membantu investor mengambil keputusan secara lebih terarah, meskipun tidak menjamin keuntungan.

Meskipun *capital gain* menawarkan peluang keuntungan, investor tetap perlu memperhatikan risiko yang mungkin muncul selama berinvestasi. Penurunan harga saham dapat menyebabkan kerugian apabila saham dijual pada harga yang lebih rendah daripada harga pembeliannya. Untuk mengurangi risiko tersebut, investor sebaiknya melakukan diversifikasi dengan membagi dana ke beberapa instrumen atau perusahaan yang berbeda. Selain itu, penetapan target keuntungan dan batas toleransi kerugian juga dapat membantu investor mengelola investasinya secara lebih bijaksana. Dengan pengelolaan risiko yang tepat, investor dapat menjaga keseimbangan antara peluang memperoleh keuntungan dan kemungkinan mengalami kerugian.

6.5 KEBIJAKAN DIVIDEN DAN PERTUMBUHAN PERUSAHAAN

Investor perlu memahami bahwa setiap perusahaan memiliki kebijakan yang berbeda dalam menentukan penggunaan laba, terutama berkaitan dengan pembagian dividen dan pengembangan usaha. Keputusan tersebut umumnya dipengaruhi oleh tahap perkembangan dan kondisi keuangan perusahaan. Perusahaan yang telah mencapai tingkat kematangan bisnis biasanya memiliki kemampuan keuangan yang lebih stabil sehingga dapat membagikan sebagian keuntungannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Setelah melalui proses pertumbuhan dan membangun posisi yang kuat di pasar, perusahaan-perusahaan tersebut cenderung memiliki sumber daya yang cukup untuk memberikan keuntungan secara langsung kepada para investornya. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan yang sudah mapan tidak hanya berorientasi pada pertumbuhan bisnis, tetapi juga mulai memberikan

perhatian terhadap pembagian hasil keuntungan. Dengan demikian, pembagian dividen dapat menjadi salah satu bentuk apresiasi perusahaan kepada investor yang telah memberikan dukungan melalui penanaman modal.

Berbeda dengan perusahaan yang telah mapan, perusahaan yang masih berada pada tahap awal perkembangan umumnya memiliki kebutuhan dana yang lebih besar untuk memperkuat bisnisnya. Perusahaan-perusahaan tersebut masih harus menghadapi berbagai tantangan, seperti persaingan pasar, keterbatasan sumber daya, pengembangan produk, dan perluasan jangkauan usaha. Dalam kondisi seperti ini, membagikan dividen belum tentu menjadi keputusan yang paling menguntungkan bagi perusahaan. Dana yang tersedia justru lebih dibutuhkan untuk mendukung kegiatan operasional dan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam menghadapi persaingan. Ibarat tanaman muda yang sedang berusaha tumbuh di tengah lingkungan yang penuh persaingan, perusahaan membutuhkan waktu dan sumber daya yang cukup agar dapat berkembang dengan baik. Apabila perusahaan mampu melewati tahap tersebut, peluang untuk mencapai pertumbuhan yang lebih besar pada masa mendatang akan semakin terbuka.

Oleh karena itu, perusahaan yang sedang berkembang biasanya lebih memilih untuk menginvestasikan kembali sebagian besar keuntungan yang diperolehnya ke dalam kegiatan bisnis. Dana tersebut dapat digunakan untuk meningkatkan kapasitas produksi, mengembangkan teknologi, memperluas pemasaran, meningkatkan kualitas produk, serta membuka peluang usaha baru. Meskipun investor tidak memperoleh pembayaran dividen secara rutin, keputusan tersebut tetap berpotensi memberikan manfaat dalam jangka panjang. Apabila penggunaan dana dilakukan secara efektif, perusahaan dapat meningkatkan pendapatan, memperkuat posisi persaingan, dan memperbesar nilai bisnisnya. Situasi ini dapat memberikan keuntungan bagi investor melalui peningkatan harga saham atau apresiasi nilai investasi. Dengan demikian, investor tidak hanya perlu mempertimbangkan keuntungan yang diterima dalam waktu dekat, tetapi juga memperhatikan potensi pertumbuhan perusahaan yang dapat memberikan hasil lebih besar pada masa mendatang.

Pengaruh Prospek Bisnis terhadap Nilai Saham

Nilai suatu perusahaan pada dasarnya tidak hanya ditentukan oleh keuntungan yang diperoleh saat ini, tetapi juga oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan pada masa depan. Prospek pertumbuhan tersebut menjadi salah satu pertimbangan penting bagi investor dalam menilai kelayakan suatu saham. Perusahaan yang secara rutin membagikan dividen belum tentu memiliki prospek bisnis yang baik apabila kinerja usahanya terus mengalami penurunan dan tidak mampu bersaing dengan perusahaan lain. Sebagai contoh, perusahaan yang tetap membagikan keuntungan kepada pemegang saham, tetapi mengalami penurunan penjualan dan melemahnya daya saing, dapat menghadapi kesulitan dalam mempertahankan pertumbuhannya. Kondisi tersebut dapat menimbulkan keraguan di kalangan investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada masa mendatang. Akibatnya, minat investor untuk membeli saham perusahaan dapat berkurang dan berpotensi menyebabkan penurunan harga saham.

Sebaliknya, perusahaan yang belum membagikan dividen tidak selalu menunjukkan kondisi bisnis yang kurang menguntungkan. Selama perusahaan mampu meningkatkan penjualan, memperbaiki tingkat profitabilitas, memperluas pangsa pasar, dan mempertahankan pertumbuhan bisnis, peluang untuk menghasilkan keuntungan pada masa depan tetap terbuka. Investor biasanya mempertimbangkan perkembangan tersebut sebagai tanda bahwa perusahaan memiliki potensi untuk menciptakan nilai ekonomi yang lebih besar. Keuntungan yang diperoleh perusahaan dapat digunakan kembali untuk memperkuat kegiatan usaha sehingga kemampuan menghasilkan pendapatan semakin meningkat. Prospek bisnis yang positif dapat mendorong kepercayaan investor dan meningkatkan permintaan terhadap saham perusahaan. Peningkatan permintaan tersebut pada akhirnya berpotensi mendorong kenaikan harga saham di pasar modal. Oleh sebab itu, perusahaan yang berfokus pada pengembangan usaha dan pertumbuhan jangka panjang tetap dapat memberikan keuntungan kepada investor melalui peningkatan nilai saham, meskipun belum membagikan dividen secara langsung.

6.6 PEMBELIAN KEMBALI SAHAM DAN DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Seiring dengan perkembangan bisnis, perusahaan perlu mengatur penggunaan dana secara seimbang antara kebutuhan investasi untuk mendukung pertumbuhan dan upaya memberikan keuntungan kepada para pemegang saham. Pengembalian keuntungan tersebut tidak selalu harus dilakukan melalui pembagian dividen. Perusahaan juga dapat menggunakan cara lain untuk memberikan nilai tambah kepada para pemegang saham, salah satunya melalui pembelian kembali saham yang sebelumnya telah diterbitkan. Kebijakan ini memungkinkan perusahaan memanfaatkan sebagian kas yang dimiliki untuk membeli sahamnya sendiri di pasar modal. Dengan demikian, dana perusahaan tidak hanya digunakan untuk kegiatan operasional dan pengembangan usaha, tetapi juga dapat dimanfaatkan sebagai bentuk pengembalian nilai kepada investor. Keputusan untuk melakukan pembelian kembali saham biasanya mempertimbangkan kondisi keuangan perusahaan, harga saham di pasar, serta kebutuhan investasi jangka panjang. Melalui kebijakan tersebut, perusahaan memiliki alternatif dalam mengelola keuntungan dan menjaga keseimbangan kepentingan antara perusahaan dan para pemegang saham. Oleh karena itu, pembelian kembali saham menjadi salah satu strategi keuangan yang cukup penting dalam pengelolaan perusahaan modern.

Pembelian kembali saham atau *share repurchase*, yang juga dikenal dengan istilah *buyback*, merupakan tindakan perusahaan menggunakan dana kas untuk membeli sahamnya sendiri yang beredar di pasar. Setelah dibeli, saham tersebut biasanya ditarik dari peredaran sehingga jumlah saham yang dimiliki oleh publik menjadi lebih sedikit. Apabila laba perusahaan tetap sama, tetapi jumlah saham yang beredar mengalami penurunan, maka laba per saham atau *earnings per share* (EPS) akan meningkat. Hal ini terjadi karena total laba perusahaan dibagi ke dalam jumlah saham yang lebih sedikit dibandingkan sebelumnya. Sebagai contoh, sebuah perusahaan memperoleh laba sebesar Rp 1.550.000 dan memiliki 100 lembar saham yang beredar. Dengan kondisi tersebut, setiap lembar saham mencerminkan bagian laba sebesar Rp 15.500. Namun, apabila perusahaan membeli kembali dan menarik 50

lembar saham dari peredaran, laba yang sama hanya dibagi kepada 50 lembar saham. Akibatnya, bagian laba yang tercermin pada setiap lembar saham meningkat menjadi Rp 31.000. Secara teori, peningkatan laba per saham tersebut dapat membuat saham perusahaan menjadi lebih menarik dan berpotensi meningkatkan nilai pasarnya.

Peningkatan laba per saham dapat memengaruhi cara investor menilai suatu perusahaan ketika mempertimbangkan keputusan untuk membeli saham. Investor pada umumnya bersedia membayar harga yang lebih tinggi untuk saham yang mencerminkan kemampuan menghasilkan laba lebih besar, dengan asumsi faktor lainnya tetap sama. Oleh sebab itu, pembelian kembali saham berpotensi mendorong kenaikan harga saham perusahaan di pasar modal. Dalam beberapa dekade terakhir, praktik *buyback* semakin banyak digunakan oleh berbagai perusahaan terbuka sebagai bagian dari kebijakan pengelolaan modal. Meskipun demikian, penerapan strategi ini masih menimbulkan perbedaan pandangan di kalangan investor, analis, dan pengamat pasar keuangan. Pihak yang mendukung menilai bahwa pembelian kembali saham dapat memberikan manfaat bagi pemegang saham, terutama berkaitan dengan efisiensi pajak dan fleksibilitas pengelolaan keuangan perusahaan. Sebaliknya, pihak yang menentang berpendapat bahwa kebijakan tersebut belum tentu memberikan manfaat jangka panjang apabila dilakukan tanpa mempertimbangkan kebutuhan pengembangan bisnis. Perbedaan pandangan ini menunjukkan bahwa keberhasilan *buyback* sangat bergantung pada tujuan, waktu pelaksanaan, serta kondisi keuangan perusahaan.

Salah satu alasan perusahaan memilih melakukan pembelian kembali saham adalah karena kebijakan ini dinilai memiliki keuntungan dari sisi perpajakan dibandingkan dengan pembagian dividen. Sebagian besar perusahaan terbuka di Amerika Serikat menggunakan struktur badan usaha yang dikenal sebagai *C Corporation* atau *C-Corp*, yaitu bentuk perusahaan yang dikenakan pajak secara terpisah dari pemilik sahamnya. Dalam sistem tersebut, perusahaan terlebih dahulu membayar pajak atas laba yang diperoleh. Apabila laba setelah pajak dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, penerima dividen juga dapat dikenakan pajak atas penghasilan tersebut. Kondisi ini dikenal sebagai pajak berganda karena pengenaan pajak terjadi pada tingkat perusahaan dan individu. Melalui program *buyback*, perusahaan dapat mengembalikan sebagian nilai kepada pemegang saham dengan cara membeli saham mereka di pasar, tanpa secara langsung membagikan dividen. Selain itu, pembelian kembali saham memberikan keleluasaan bagi perusahaan karena tidak harus mempertahankan jadwal pembayaran secara rutin. Berbeda dengan dividen yang biasanya menimbulkan harapan pembayaran berkelanjutan dari investor, *buyback* dapat dilakukan ketika perusahaan memiliki dana berlebih dan menilai harga sahamnya sedang berada pada tingkat yang menarik. Dengan demikian, perusahaan dapat menyesuaikan keputusan pembelian kembali saham berdasarkan kondisi keuangan dan peluang yang tersedia.

Meskipun memiliki sejumlah kelebihan, pembelian kembali saham juga dapat menimbulkan persoalan apabila keputusan tersebut lebih mengutamakan kepentingan pihak tertentu daripada keberlanjutan perusahaan. Para pengkritik kebijakan *buyback* mempertanyakan siapa sebenarnya yang memperoleh keuntungan dari keputusan tersebut

dan apakah harga saham yang digunakan sebagai dasar pembelian benar-benar mencerminkan nilai yang wajar. Persoalan ini menjadi semakin penting karena sebagian eksekutif perusahaan memperoleh kompensasi berdasarkan pencapaian harga saham atau kinerja keuangan tertentu. Dalam situasi seperti ini, terdapat kemungkinan bahwa manajemen melakukan pembelian kembali saham untuk meningkatkan harga saham dalam jangka pendek demi memperoleh keuntungan pribadi.

Tindakan tersebut berpotensi mendorong perusahaan mengambil keputusan yang berorientasi pada hasil sementara, bukan pada pertumbuhan bisnis yang berkelanjutan. Selain itu, perusahaan juga tidak selalu mampu menentukan waktu pembelian saham secara tepat. Ketika kondisi ekonomi sedang baik, manajemen mungkin menggunakan dana dalam jumlah besar untuk membeli saham pada harga yang relatif tinggi. Namun, ketika kondisi ekonomi memburuk, harga saham dapat mengalami penurunan sehingga pembelian sebelumnya justru berpotensi menimbulkan kerugian. Oleh karena itu, keputusan *buyback* perlu dilakukan secara hati-hati dengan mempertimbangkan nilai wajar saham, kondisi pasar, serta kebutuhan pendanaan perusahaan pada masa mendatang.

Salah satu contoh yang menggambarkan risiko kesalahan dalam menentukan waktu pembelian kembali saham adalah perusahaan ritel diskon asal Amerika Serikat, Big Lots dengan kode saham BIG. Dalam dua tahun sebelum pandemi Covid-19, perusahaan tersebut mengalami penurunan laba yang diikuti oleh melemahnya harga saham. Pada Februari 2020, sebelum pasar saham mengalami penurunan akibat pandemi, saham Big Lots diperdagangkan sekitar Rp 387.500 per lembar dengan menggunakan asumsi konversi Rp 15.500 untuk setiap dolar Amerika Serikat. Namun, pada tahun berikutnya, perusahaan justru memperoleh keuntungan dari perubahan perilaku masyarakat selama pandemi. Banyak konsumen menghabiskan lebih banyak waktu di rumah dan menggunakan dana bantuan pemerintah untuk membeli berbagai kebutuhan, seperti makanan, perabotan, dan barang elektronik yang tersedia di Big Lots. Kondisi tersebut mendorong peningkatan kinerja perusahaan dan menyebabkan harga sahamnya melonjak hingga sekitar Rp 930.000 per lembar. Melihat kenaikan tersebut, pihak manajemen memanfaatkan kas perusahaan untuk melakukan pembelian kembali saham pada harga yang relatif tinggi. Akan tetapi, ketika kekhawatiran terhadap pandemi mulai mereda dan pola belanja masyarakat kembali normal, kinerja saham perusahaan kembali melemah hingga berada di bawah Rp 387.500 per lembar pada tahun berikutnya. Peristiwa ini memperlihatkan bahwa pembelian kembali saham pada harga tinggi tidak selalu menghasilkan keputusan yang menguntungkan, terutama ketika kenaikan harga sebelumnya hanya dipengaruhi oleh kondisi sementara.



Gambar 6.1 Big Lots (BIG)—4 tahun

6.7 TREN KEUNTUNGAN MODAL DAN DIVIDEN DALAM INVESTASI SAHAM

Perkembangan pasar modal menunjukkan bahwa preferensi perusahaan dan investor terhadap keuntungan modal (*capital gains*) dan dividen dapat berubah mengikuti kondisi ekonomi dan perkembangan dunia bisnis. Dalam beberapa dekade terakhir, tren investasi di Amerika Serikat memperlihatkan bahwa keuntungan modal lebih banyak menjadi perhatian dibandingkan pembagian dividen. Kondisi tersebut semakin terlihat setelah terjadinya Krisis Keuangan Global pada tahun 2008, ketika suku bunga yang rendah dan kemajuan teknologi mendorong pertumbuhan perusahaan-perusahaan berbasis inovasi. Perusahaan yang mampu menghadirkan teknologi dan model bisnis baru berhasil memperluas jangkauan pasar serta meningkatkan nilai perusahaannya secara signifikan. Pertumbuhan tersebut menyebabkan kapitalisasi pasar sejumlah perusahaan meningkat dengan sangat cepat. Akibatnya, investor lebih tertarik memperoleh keuntungan melalui kenaikan harga saham daripada mengandalkan pembayaran dividen secara rutin. Fenomena ini memperlihatkan bahwa potensi pertumbuhan perusahaan menjadi salah satu faktor penting yang memengaruhi pilihan investasi. Dengan demikian, keuntungan modal memiliki peran yang semakin besar dalam membentuk total imbal hasil investasi saham, khususnya pada periode ketika perusahaan-perusahaan bertumbuh mengalami perkembangan pesat

Berdasarkan catatan historis sejak tahun 1930, keuntungan modal memberikan kontribusi sekitar 60% terhadap total imbal hasil (*total return*) indeks S&P 500, sedangkan dividen menyumbang sekitar 40%. Namun, komposisi tersebut mengalami perubahan cukup besar selama dekade 2010-an, ketika kontribusi keuntungan modal meningkat hingga mencapai sekitar 83% dari keseluruhan imbal hasil. Perubahan ini menunjukkan bahwa kenaikan harga saham menjadi sumber keuntungan yang semakin dominan bagi investor pada periode tersebut. Meskipun demikian, kondisi tersebut tidak selalu terjadi pada setiap periode. Dalam beberapa dekade ketika tingkat pengembalian pasar saham berada di bawah 10%, seperti pada tahun 1940-an, 1960-an, 1970-an, dan 2000-an, dividen justru memberikan kontribusi yang lebih besar terhadap total keuntungan investasi. Hal ini menunjukkan bahwa

dividen dapat menjadi sumber pendapatan yang penting ketika pertumbuhan harga saham sedang terbatas. Oleh karena itu, perbandingan antara keuntungan modal dan dividen perlu dilihat berdasarkan kondisi pasar serta periode investasi yang sedang berlangsung.

Perhatian investor terhadap dividen juga dapat meningkat ketika pertumbuhan keuntungan perusahaan mulai melambat atau harga saham mengalami penurunan. Salah satu contohnya terjadi pada dekade 1990-an, ketika kenaikan harga saham yang sangat tinggi membuat banyak investor lebih tertarik pada perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan menjanjikan. Pada masa tersebut, sejumlah perusahaan baru memilih menggunakan keuntungan yang diperoleh untuk mengembangkan bisnis daripada membagikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Namun, ketika gelembung teknologi atau *dot-com bubble* pecah pada akhir dekade 1990-an hingga awal 2000-an, kondisi pasar mengalami perubahan besar. Banyak saham perusahaan teknologi mengalami penurunan harga karena nilai pasar sebelumnya dinilai terlalu tinggi dibandingkan dengan kemampuan bisnis yang sebenarnya. Peristiwa tersebut membuat investor kembali mempertimbangkan pentingnya dividen sebagai sumber keuntungan investasi. Mereka mulai memberikan perhatian lebih besar kepada perusahaan yang memiliki kondisi keuangan stabil dan kemampuan menghasilkan pendapatan secara konsisten. Dengan demikian, perubahan kondisi pasar dapat memengaruhi prioritas investor dalam memilih antara saham yang berorientasi pada pertumbuhan dan saham yang menawarkan pembagian dividen.

Perubahan preferensi serupa kembali terjadi setelah krisis keuangan global pada tahun 2008–2009. Kebijakan suku bunga rendah yang diterapkan oleh Federal Reserve, bank sentral Amerika Serikat, serta perkembangan teknologi yang semakin pesat menciptakan kondisi yang mendukung pertumbuhan perusahaan. Situasi tersebut mendorong investor untuk lebih mengutamakan saham perusahaan yang memiliki potensi peningkatan nilai tinggi dibandingkan saham yang berfokus pada pembayaran dividen. Namun, tren tersebut mulai berubah pada tahun 2022 ketika inflasi mengalami peningkatan dan mendorong Federal Reserve menaikkan suku bunga. Kenaikan suku bunga memberikan tekanan terhadap harga saham, terutama pada perusahaan yang memiliki valuasi tinggi dan sangat bergantung pada ekspektasi pertumbuhan masa depan. Akibatnya, sebagian investor kembali menunjukkan ketertarikan terhadap saham yang memberikan dividen secara konsisten. Meskipun demikian, keberlanjutan perubahan preferensi tersebut sangat dipengaruhi oleh berbagai faktor, seperti tingkat inflasi, kebijakan moneter, suku bunga, pertumbuhan ekonomi, dan perkembangan teknologi. Oleh sebab itu, investor perlu memahami bahwa daya tarik keuntungan modal maupun dividen dapat berubah seiring dengan perkembangan kondisi ekonomi dan pasar keuangan.

Terlepas dari perubahan kecenderungan pasar, baik keuntungan modal maupun dividen tetap memberikan peluang bagi investor untuk memperoleh hasil dari kepemilikan saham. Kedua bentuk keuntungan tersebut dapat dipahami melalui perumpamaan sederhana mengenai proses pertumbuhan sebuah pohon. Ketika seseorang membeli bibit pohon, merawatnya hingga tumbuh besar, kemudian menjualnya dengan harga yang lebih tinggi, keuntungan yang diperoleh menggambarkan konsep *capital gains*. Sebaliknya, apabila

seseorang membeli pohon yang telah tumbuh dewasa dan memperoleh hasil panen secara rutin setiap tahun, kondisi tersebut menggambarkan keuntungan melalui dividen. Kedua cara tersebut memiliki karakteristik dan manfaat yang berbeda, tetapi sama-sama dapat menjadi sumber keuntungan dalam investasi. Sebagai investor jangka panjang, seseorang tidak harus selalu memilih salah satu di antara keduanya karena peluang untuk memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham sekaligus pembagian dividen tetap terbuka. Dengan memahami berbagai sumber keuntungan tersebut, investor dapat menentukan strategi investasi yang sesuai dengan tujuan keuangannya. Pembahasan selanjutnya akan menguraikan bagaimana saham dinilai oleh para analis serta berbagai faktor yang memengaruhi perubahan harga saham di pasar modal.

BAB 7
VALUASI SAHAM DAN STRATEGI INVESTASI KONTRARIAN

Ketika menonton saluran berita keuangan seperti CNBC, seseorang mungkin mendengar informasi bahwa Morgan Stanley memberikan rekomendasi *beli* terhadap saham *Home Depot* (HD) dengan target harga sebesar Rp 4 juta per lembar saham. Informasi tersebut dapat menimbulkan pertanyaan mengenai siapa Morgan Stanley dan bagaimana lembaga tersebut menentukan nilai suatu saham. Morgan Stanley merupakan salah satu perusahaan jasa keuangan yang menyediakan analisis, riset, serta rekomendasi investasi bagi para investor. Rekomendasi yang diberikan biasanya mencakup penilaian seperti *buy* (beli), *sell* (jual), atau *hold* (tahan), disertai dengan perkiraan target harga saham. Target harga tersebut umumnya ditentukan untuk jangka waktu sekitar dua belas bulan ke depan. Artinya, angka yang disampaikan merupakan perkiraan nilai saham yang berpotensi dicapai dalam satu tahun mendatang berdasarkan hasil analisis terhadap kondisi perusahaan dan pasar. Dengan adanya informasi tersebut, investor memperoleh gambaran awal mengenai prospek suatu saham sebelum mengambil keputusan investasi.

Para investor profesional biasanya mengikuti hasil riset dan rekomendasi dari berbagai perusahaan sekuritas untuk membantu menentukan strategi investasinya. Ketika sebuah lembaga keuangan ternama mengeluarkan perkiraan yang cukup kuat terhadap suatu saham, informasi tersebut sering kali menjadi perhatian masyarakat melalui CNBC maupun media keuangan lainnya. Namun, investor perlu memahami bahwa target harga saham bukanlah angka yang bersifat tetap atau pasti. Perkiraan tersebut dapat berubah mengikuti perkembangan kondisi perusahaan, situasi ekonomi, persaingan industri, serta pergerakan pasar modal. Tidak jarang harga saham bergerak jauh berbeda dari perkiraan yang telah disampaikan oleh para analis. Oleh karena itu, rekomendasi *beli* maupun *jual* sebaiknya tidak langsung dijadikan dasar dalam mengambil keputusan investasi tanpa melakukan pertimbangan lebih lanjut. Meskipun proses penilaian saham atau *valuation* terlihat rumit dan sering dilakukan oleh tenaga profesional, konsep dasarnya sebenarnya dapat dipahami oleh investor pemula. Pemahaman tersebut dapat membantu investor mengenali potensi keuntungan sekaligus risiko yang mungkin muncul dari suatu investasi saham.

Pada dasarnya, penilaian atau *valuasi* saham merupakan proses analisis yang melibatkan pertimbangan dan sudut pandang tertentu. Dalam praktiknya, proses ini dapat diibaratkan seperti menentukan harga jual sebuah rumah. Seseorang biasanya akan membandingkan rumah yang dimilikinya dengan properti lain yang memiliki karakteristik serupa, misalnya rumah tetangga yang baru saja terjual. Setelah itu, berbagai keunggulan dan kekurangan rumah akan dipertimbangkan, seperti lokasi yang lebih strategis, luas bangunan yang lebih besar, fasilitas yang lebih lengkap, atau kondisi bangunan yang baru direnovasi. Hal serupa juga diterapkan dalam menilai saham, yaitu dengan membandingkan suatu perusahaan dengan perusahaan lain yang memiliki karakteristik dan bidang usaha sejenis. Analis kemudian mempertimbangkan berbagai aspek, seperti kinerja keuangan, prospek pertumbuhan, posisi

perusahaan dalam industri, dan kondisi pasar. Selain itu, pergerakan pasar secara keseluruhan juga dapat memengaruhi hasil penilaian tersebut. Ketika kondisi pasar sedang menguat dan harga saham mengalami kenaikan, target harga yang ditetapkan analis biasanya ikut meningkat. Sebaliknya, ketika pasar mengalami pelemahan, perkiraan harga saham cenderung mengalami penyesuaian ke arah yang lebih rendah.

Meskipun harga saham dapat berubah dalam waktu singkat, kondisi tersebut tidak berarti bahwa analisis valuasi kehilangan manfaatnya. Pergerakan pasar dalam jangka pendek sering kali dipengaruhi oleh berbagai faktor yang sulit diprediksi, sehingga harga saham dapat mengalami kenaikan atau penurunan tanpa selalu mencerminkan perubahan mendasar pada kondisi perusahaan. Situasi ini dapat diibaratkan seperti daun yang bergerak mengikuti arah angin, yaitu mudah berubah karena pengaruh lingkungan di sekitarnya. Sementara itu, perubahan besar dalam kondisi ekonomi dan pasar dapat memberikan pengaruh yang lebih kuat terhadap arah pergerakan harga saham, sebagaimana perubahan pasang dan surut air laut. Oleh karena itu, investor membutuhkan dasar penilaian yang lebih kuat agar tidak hanya bergantung pada perubahan harga dalam jangka pendek. Analisis valuasi berperan sebagai alat bantu untuk memperkirakan nilai wajar suatu saham berdasarkan kondisi dan potensi perusahaan. Dengan memahami nilai tersebut, investor dapat mempertimbangkan apakah harga saham di pasar masih tergolong menarik, terlalu tinggi, atau justru berada di bawah nilai yang seharusnya. Pemahaman ini membantu investor membangun keyakinan dalam mengambil keputusan serta menyusun strategi investasi yang lebih rasional untuk jangka panjang.

7.1 METODE DAN RASIO VALUASI SAHAM

Dalam dunia investasi, terdapat beberapa metode yang umum digunakan oleh para analis untuk memperkirakan nilai suatu saham. Salah satu pendekatan yang mendasarinya adalah bahwa nilai saham saat ini mencerminkan nilai sekarang dari seluruh arus kas yang berpotensi dihasilkan perusahaan pada masa mendatang. Konsep ini dikenal sebagai analisis arus kas terdiskonto atau *Discounted Cash Flow* (DCF). Melalui metode tersebut, analis berusaha memperkirakan jumlah kas yang dapat dihasilkan perusahaan selama periode tertentu, kemudian menghitung nilai sekarang dari perkiraan tersebut. Perhitungan ini didasarkan pada prinsip nilai waktu uang atau *time value of money*, yaitu kondisi ketika sejumlah uang yang diterima saat ini memiliki nilai lebih tinggi dibandingkan jumlah yang sama jika diterima beberapa tahun kemudian. Sebagai contoh, apabila seseorang diberi pilihan antara menerima Rp 1 juta sekarang atau sepuluh tahun mendatang, pilihan yang lebih menguntungkan adalah menerima uang tersebut saat ini. Hal ini karena uang yang diterima sekarang dapat digunakan atau diinvestasikan untuk menghasilkan keuntungan tambahan. Meskipun memiliki dasar perhitungan yang logis, metode DCF tetap menghadapi tantangan karena perkiraan arus kas perusahaan pada masa depan tidak selalu dapat ditentukan secara akurat.

Pendekatan lain yang lebih sederhana dan banyak digunakan dalam analisis saham adalah rasio harga terhadap laba atau *Price-to-Earnings Ratio* (P/E). Rasio ini menunjukkan

hubungan antara harga saham di pasar dengan laba yang dihasilkan perusahaan untuk setiap lembar saham. Perhitungannya dilakukan dengan membagi harga saham saat ini dengan laba per saham atau *Earnings per Share* (EPS). Hasil perhitungan tersebut menunjukkan berapa besar nilai yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh setiap satu rupiah laba perusahaan. Sebagai contoh, apabila saham Nike diperdagangkan dengan harga Rp 1 juta per lembar dan menghasilkan laba sebesar Rp 40.000 per saham dalam satu tahun terakhir, maka rasio P/E yang diperoleh adalah 25 kali. Artinya, investor bersedia membayar Rp 250.000 untuk setiap Rp 10.000 laba yang dihasilkan perusahaan. Secara umum, saham dengan rasio P/E yang lebih rendah sering dianggap memiliki harga yang lebih murah dibandingkan saham dengan rasio P/E yang lebih tinggi. Namun, penilaian tersebut tetap perlu mempertimbangkan kondisi dan prospek pertumbuhan perusahaan.

Rasio P/E juga dapat digunakan untuk membandingkan nilai saham antara perusahaan yang bergerak dalam bidang usaha sejenis. Sebagai contoh, apabila perusahaan Nike memiliki rasio P/E sebesar 25 kali, sedangkan perusahaan pakaian olahraga Under Armour memiliki rasio P/E sebesar 20 kali, maka saham Under Armour terlihat lebih murah berdasarkan perbandingan tersebut. Hal ini karena investor hanya perlu membayar Rp 200.000 untuk setiap Rp 10.000 laba yang dihasilkan Under Armour, sedangkan pada Nike investor harus membayar Rp 250.000 untuk setiap Rp 10.000 laba. Berdasarkan informasi tersebut, seseorang mungkin beranggapan bahwa saham Nike memiliki harga yang relatif lebih mahal dibandingkan pesaingnya. Namun, penilaian tersebut tidak selalu berarti bahwa Nike merupakan pilihan investasi yang kurang baik. Perusahaan dengan merek yang lebih kuat, jaringan bisnis yang luas, serta prospek pertumbuhan yang lebih menjanjikan dapat memiliki alasan untuk diperdagangkan pada rasio P/E yang lebih tinggi. Oleh karena itu, investor tidak cukup hanya membandingkan angka rasio, tetapi juga perlu memahami kualitas bisnis dan keunggulan masing-masing perusahaan.

Dalam melakukan penilaian saham, analis profesional umumnya lebih memperhatikan potensi keuntungan perusahaan pada masa mendatang dibandingkan hanya mengandalkan catatan kinerja sebelumnya. Atas dasar tersebut, dikenal konsep *Forward P/E*, yaitu rasio harga saham terhadap perkiraan laba per saham yang akan diperoleh perusahaan pada periode mendatang. Konsep ini berbeda dengan *Trailing P/E*, yang menggunakan data laba per saham berdasarkan hasil kinerja perusahaan pada periode sebelumnya. Meskipun keduanya menggunakan rumus perhitungan yang sama, perbedaan utamanya terletak pada jenis data laba yang digunakan. Pada *Trailing P/E*, perhitungan didasarkan pada laba aktual yang telah dicatatkan perusahaan, sedangkan *Forward P/E* menggunakan estimasi laba yang diperkirakan akan diperoleh. Untuk memperkirakan laba tersebut, analis biasanya menggunakan estimasi konsensus atau *consensus estimates*, yaitu nilai rata-rata dari berbagai perkiraan yang disampaikan oleh para analis profesional. Dengan demikian, *Forward P/E* dapat memberikan gambaran mengenai bagaimana pasar menilai potensi keuntungan perusahaan pada masa mendatang, meskipun hasilnya tetap bergantung pada ketepatan perkiraan yang digunakan.

Sebagai contoh, saham Nike diperdagangkan pada harga Rp 1 juta per lembar, sementara para analis memperkirakan perusahaan akan menghasilkan laba sebesar Rp 50.000

per saham pada tahun berjalan. Berdasarkan angka tersebut, rasio *Forward P/E* Nike adalah 20 kali. Hasil ini lebih rendah dibandingkan rasio P/E sebesar 25 kali apabila menggunakan laba tahun sebelumnya. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa peningkatan laba yang diperkirakan dapat membuat valuasi saham terlihat lebih murah dibandingkan penilaian berdasarkan kinerja historis. Kondisi ini juga menjelaskan mengapa perusahaan yang memiliki pertumbuhan bisnis tinggi sering kali diperdagangkan dengan rasio P/E yang lebih besar. Investor bersedia membayar harga lebih tinggi karena memiliki harapan bahwa keuntungan perusahaan akan terus meningkat pada masa mendatang. Sebaliknya, perusahaan dengan pertumbuhan yang lambat atau tidak mengalami perkembangan biasanya memiliki rasio P/E yang lebih rendah. Dengan demikian, tinggi atau rendahnya rasio P/E perlu dipahami bersama dengan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan pendapatannya.

Untuk memahami hubungan antara pertumbuhan pendapatan dan penilaian saham, bayangkan seseorang memiliki kesempatan untuk berinvestasi pada dua orang temannya. Investasi tersebut memberikan hak atas sebagian pendapatan tahunan mereka selama periode tertentu. Teman pertama merupakan seseorang yang memiliki ambisi besar, berprestasi secara akademis, lulus dari universitas ternama, serta memiliki karier yang terus berkembang di sebuah perusahaan investasi atau *hedge fund*. Ia juga sering memperoleh promosi jabatan dan peningkatan penghasilan karena kinerjanya yang baik. Sementara itu, teman kedua memiliki tujuan karier yang kurang jelas, lebih banyak menghabiskan waktunya untuk bermain gim, dan hanya memperoleh penghasilan dari pekerjaan sementara. Meskipun teman kedua masih memiliki peluang untuk mencapai keberhasilan pada masa mendatang, potensi peningkatan pendapatan teman pertama terlihat lebih menjanjikan berdasarkan kondisi saat ini. Oleh karena itu, seseorang kemungkinan bersedia membayar lebih mahal untuk memperoleh bagian dari pendapatan teman pertama. Perumpamaan ini menggambarkan alasan investor bersedia memberikan penilaian lebih tinggi kepada perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan pendapatan lebih baik.

Apabila teman pertama terus menunjukkan perkembangan karier, memperoleh kenaikan jabatan, serta mendapatkan peningkatan gaji dan bonus, maka nilai pendapatannya berpotensi meningkat secara signifikan. Dalam situasi tersebut, harga yang sebelumnya dibayarkan untuk memperoleh bagian dari pendapatannya dapat dianggap wajar karena keuntungan yang dihasilkan semakin besar. Prinsip yang sama berlaku dalam penilaian saham perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi. Investor terkadang bersedia membeli saham dengan rasio P/E yang relatif mahal karena memperkirakan perusahaan mampu meningkatkan laba secara berkelanjutan. Namun, rasio P/E tidak selalu dapat digunakan untuk menilai seluruh jenis perusahaan. Beberapa perusahaan yang masih berada pada tahap awal perkembangan bahkan belum mampu menghasilkan laba atau masih mengalami kerugian. Kondisi tersebut bukan berarti perusahaan tidak memiliki nilai atau tidak berpotensi memberikan keuntungan kepada investor. Selama perusahaan memiliki prospek bisnis yang baik dan mampu meningkatkan aktivitas usahanya, sahamnya tetap dapat dinilai menggunakan pendekatan lain. Salah satu metode yang dapat digunakan adalah rasio harga terhadap penjualan atau *Price-to-Sales Ratio* (P/S).

Rasio harga terhadap penjualan atau *Price-to-Sales Ratio* (P/S) merupakan metode penilaian saham yang memiliki konsep serupa dengan rasio P/E. Perbedaannya terletak pada dasar perhitungan yang digunakan, yaitu rasio P/S menggunakan pendapatan penjualan perusahaan, bukan laba bersih. Rasio ini menunjukkan seberapa besar nilai yang bersedia dibayarkan investor untuk setiap satu rupiah penjualan yang dihasilkan perusahaan. Secara umum, semakin rendah rasio P/S, semakin rendah pula harga saham jika dibandingkan dengan jumlah penjualan yang dihasilkan. Sebaliknya, perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi biasanya memiliki rasio P/S lebih besar karena investor memiliki harapan terhadap peningkatan pendapatan pada masa mendatang. Oleh sebab itu, rasio ini cukup bermanfaat untuk menilai perusahaan yang belum menghasilkan laba, tetapi memiliki tingkat penjualan dan potensi pertumbuhan yang menjanjikan. Selain menggunakan harga saham dan penjualan sebagai dasar penilaian, analis juga dapat menggunakan pendekatan yang lebih menyeluruh melalui nilai perusahaan atau *Enterprise Value* (EV).

Nilai perusahaan atau *Enterprise Value* (EV) merupakan ukuran yang memperhitungkan keseluruhan nilai bisnis dengan memasukkan unsur kapitalisasi pasar, utang, dan kas yang dimiliki perusahaan. Berbeda dengan kapitalisasi pasar yang hanya menggambarkan nilai seluruh saham yang beredar, EV memberikan gambaran lebih luas mengenai nilai perusahaan apabila diambil alih oleh pihak lain. Hal ini karena pihak yang mengakuisisi perusahaan tidak hanya memperoleh aset dan kegiatan bisnisnya, tetapi juga harus menanggung kewajiban utang yang dimiliki perusahaan tersebut. Di sisi lain, pihak pengakuisisi juga memperoleh manfaat dari kas yang tersedia di dalam perusahaan. Oleh karena itu, perhitungan EV dilakukan dengan menjumlahkan kapitalisasi pasar dan total utang, kemudian mengurangi jumlah kas perusahaan. Pendekatan ini membantu investor dan analis memahami nilai bisnis secara lebih menyeluruh, terutama ketika membandingkan perusahaan yang memiliki struktur pendanaan berbeda. Dengan mempertimbangkan unsur utang dan kas, EV dapat memberikan gambaran yang lebih lengkap mengenai nilai ekonomi suatu perusahaan dibandingkan hanya melihat harga sahamnya.

Salah satu rasio yang menggunakan *Enterprise Value* sebagai dasar penilaian adalah EV terhadap penjualan atau *EV/Sales*. Rasio ini membandingkan nilai keseluruhan perusahaan dengan pendapatan penjualan yang berhasil dihasilkan. Dibandingkan rasio P/S yang hanya menggunakan kapitalisasi pasar, EV/Sales turut memperhitungkan utang dan kas sehingga dapat memberikan sudut pandang yang lebih menyeluruh mengenai nilai perusahaan. Informasi tersebut menjadi penting karena perusahaan dengan tingkat penjualan yang sama belum tentu memiliki kondisi keuangan yang serupa. Sebagai contoh, dua perusahaan mungkin memiliki pendapatan penjualan yang setara, tetapi salah satunya mempunyai jumlah utang yang jauh lebih besar. Dalam kondisi tersebut, nilai ekonominya dapat berbeda karena beban kewajiban keuangan yang harus ditanggung juga berbeda. Melalui rasio EV/Sales, analis dapat mempertimbangkan perbedaan tersebut ketika membandingkan beberapa perusahaan dalam industri yang sama. Dengan demikian, rasio ini dapat membantu investor menilai apakah suatu perusahaan memiliki harga yang relatif tinggi atau rendah berdasarkan keseluruhan nilai bisnis dan kemampuan menghasilkan penjualan.

Selain rasio EV/Sales, metode lain yang cukup banyak digunakan oleh analis adalah EV dibandingkan dengan EBITDA atau *EV/EBITDA*. EBITDA merupakan singkatan dari *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*, yaitu laba sebelum memperhitungkan bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi. Depresiasi merupakan pengalokasian biaya perolehan aset berwujud selama masa penggunaannya, sedangkan amortisasi merupakan proses pengalokasian biaya aset tidak berwujud selama periode manfaatnya. Rasio EV/EBITDA digunakan untuk membandingkan nilai keseluruhan perusahaan, termasuk utangnya, dengan kemampuan perusahaan menghasilkan laba sebelum memperhitungkan komponen-komponen tersebut. Metode ini dianggap lebih menyeluruh dibandingkan rasio P/E standar karena tidak hanya mempertimbangkan nilai saham, tetapi juga struktur pendanaan perusahaan. Rasio EV/EBITDA sangat berguna ketika analis membandingkan perusahaan yang memiliki tingkat utang berbeda atau perusahaan yang beroperasi dalam industri padat modal. Dalam industri seperti ini, beban depresiasi dan amortisasi dapat memiliki pengaruh cukup besar terhadap laba yang dilaporkan perusahaan. Oleh karena itu, penggunaan EBITDA dapat membantu memberikan gambaran perbandingan kinerja operasional yang lebih konsisten.

Secara umum, saham dengan rasio EV/EBITDA yang lebih rendah sering dianggap memiliki nilai yang relatif lebih murah dibandingkan saham dengan rasio yang lebih tinggi. Namun, seperti halnya rasio P/E dan P/S, penilaian tersebut tidak dapat dijadikan satu-satunya dasar dalam menentukan keputusan investasi. Selain berbagai metode yang telah dijelaskan, terdapat pula sejumlah pendekatan lain yang dapat digunakan untuk menilai suatu perusahaan, seperti nilai buku atau *Book Value* dan arus kas bebas atau *Free Cash Flow*. Setiap metode memiliki karakteristik, kelebihan, serta keterbatasan masing-masing sehingga penggunaannya perlu disesuaikan dengan kondisi perusahaan yang sedang dianalisis. Pada akhirnya, penilaian saham tidak hanya bergantung pada perhitungan angka dan rumus keuangan, tetapi juga membutuhkan kemampuan investor dalam memahami kondisi bisnis serta prospek perusahaan. Oleh karena itu, proses valuasi dapat dipandang sebagai perpaduan antara pendekatan ilmiah dan pertimbangan subjektif. Investor perlu menentukan metode yang paling sesuai, membandingkan informasi yang tersedia, serta mempertimbangkan berbagai risiko sebelum mengambil keputusan investasi. Dengan pemahaman tersebut, penilaian saham dapat dilakukan secara lebih rasional dan terarah.

7.2 VALUASI SAHAM, SENTIMEN PASAR, DAN STRATEGI INVESTASI KONTRARIAN

Memahami berbagai indikator penilaian saham, seperti rasio harga terhadap laba atau *Price-to-Earnings Ratio* (P/E), dapat membantu investor mengetahui apakah suatu saham tergolong murah atau mahal. Namun, perhitungan tersebut pada dasarnya merupakan informasi umum yang dapat diakses dan dianalisis oleh siapa saja. Artinya, investor tidak secara otomatis memperoleh keunggulan hanya dengan mengetahui rasio penilaian suatu saham. Oleh karena itu, para analis profesional di Wall Street biasanya berusaha menemukan sudut pandang yang berbeda dari perkiraan mayoritas pelaku pasar. Perbedaan pandangan tersebut dapat berkaitan dengan perkiraan laba perusahaan, tingkat valuasi atau *multiple* yang dianggap sesuai, maupun kombinasi keduanya. Dengan kata lain, mereka berusaha

menemukan peluang investasi melalui informasi dan analisis yang menghasilkan kesimpulan berbeda dari pandangan umum. Pendekatan ini menjadi penting karena keuntungan dalam investasi saham sering kali diperoleh ketika investor mampu mengenali potensi yang belum sepenuhnya diperhitungkan oleh pasar. Oleh sebab itu, berpikir secara mandiri dan tidak sekadar mengikuti keputusan mayoritas merupakan salah satu kemampuan yang perlu dikembangkan oleh seorang investor.

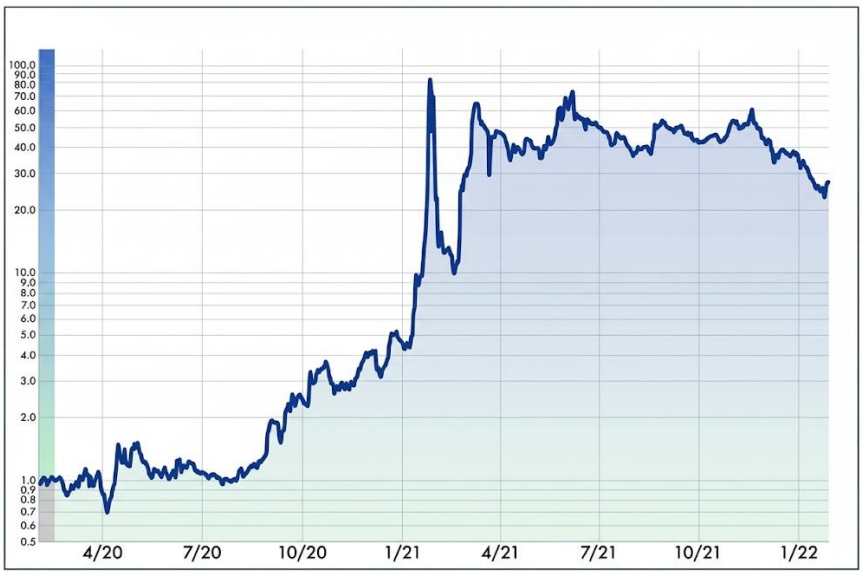
Sebagai ilustrasi, saham Nike (NKE) diasumsikan diperdagangkan pada harga Rp 1 juta per lembar dengan rasio *Forward P/E* sebesar 20 kali. Perhitungan tersebut didasarkan pada perkiraan laba per saham atau *Earnings per Share* (EPS) sebesar Rp 50.000 yang merupakan rata-rata estimasi para analis. Angka tersebut mencerminkan penilaian pasar terhadap kondisi dan prospek Nike pada saat itu. Apabila seorang investor memiliki perkiraan laba yang sama dan menganggap bahwa rasio P/E sebesar 20 kali sudah sesuai dengan kualitas bisnis Nike, maka investor tersebut akan menilai harga wajarnya berada di sekitar Rp 1 juta per lembar. Dalam keadaan demikian, investor sebenarnya belum memiliki pandangan khusus yang membedakan analisisnya dari mayoritas pelaku pasar. Namun, apabila hasil analisis mandiri menunjukkan bahwa Nike berpotensi menghasilkan laba jauh lebih besar daripada perkiraan umum, investor dapat menyimpulkan bahwa saham tersebut sedang mengalami kondisi *undervalued* atau dinilai lebih rendah daripada nilai wajarnya. Kondisi tersebut dapat menjadi peluang untuk membeli saham sebelum pasar menyadari potensi pertumbuhan perusahaan yang sebenarnya.

Sebagai contoh lanjutan, hasil analisis terhadap perkembangan penjualan Nike mungkin menunjukkan bahwa perusahaan berpeluang menghasilkan EPS sebesar Rp 60.000 pada tahun berikutnya. Selain itu, keunggulan merek, kekuatan persaingan, dan prospek bisnis Nike dapat membuat investor menilai bahwa saham tersebut layak memperoleh rasio P/E sebesar 25 kali. Berdasarkan kedua perkiraan tersebut, nilai saham Nike menurut analisis investor dapat mencapai Rp 1,5 juta per lembar. Jika perkiraan tersebut terbukti benar, investor yang membeli saham pada harga awal Rp 1 juta berpotensi memperoleh keuntungan sekitar 50% dari kenaikan harga saham. Inilah salah satu tujuan utama para analis dan investor profesional, yaitu menemukan perusahaan yang sahamnya dinilai terlalu rendah atau *undervalued*, maupun saham yang harganya sudah terlalu tinggi atau *overvalued*. Untuk mencapai tujuan tersebut, investor harus mampu melakukan analisis secara mendalam dan tidak hanya bergantung pada informasi yang telah diketahui secara luas. Dengan demikian, kemampuan membangun penilaian yang berbeda berdasarkan data dan pertimbangan yang kuat dapat menjadi salah satu sumber keunggulan dalam mengambil keputusan investasi.

Meskipun demikian, menemukan saham yang memiliki harga jauh di bawah nilai sebenarnya bukanlah pekerjaan yang mudah. Sebagian besar informasi mengenai perusahaan tersedia untuk publik dan dapat dianalisis oleh ribuan investor, analis, serta lembaga keuangan yang memiliki kemampuan dan sumber daya memadai. Kondisi tersebut membuat pasar saham cenderung memiliki tingkat efisiensi yang cukup tinggi karena informasi yang tersedia umumnya telah tercermin dalam harga saham. Namun, harga saham tidak pernah benar-benar tetap karena penilaiannya bergantung pada perkiraan laba dan rasio valuasi yang dapat

berubah sewaktu-waktu. Setiap informasi baru mengenai kondisi perusahaan berpotensi mengubah ekspektasi investor terhadap kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Sebagai contoh, peningkatan penjualan yang melampaui target dapat memperkuat prospek perusahaan, sedangkan penurunan penjualan dapat menimbulkan kekhawatiran terhadap kinerja bisnis. Kehadiran pesaing baru, perubahan biaya produksi, serta perkembangan industri juga dapat memengaruhi perkiraan pendapatan pada masa mendatang. Oleh karena itu, harga saham akan terus mengalami penyesuaian mengikuti perubahan informasi dan penilaian para pelaku pasar.

Selain faktor internal perusahaan, perubahan kondisi ekonomi dan lingkungan global juga dapat memengaruhi tingkat valuasi saham. Kebijakan bank sentral, misalnya keputusan menaikkan atau menurunkan suku bunga, dapat mengubah minat investor terhadap instrumen investasi yang berbeda. Ketika suku bunga meningkat, sebagian investor mungkin lebih tertarik pada instrumen yang memberikan pendapatan tetap sehingga permintaan terhadap saham tertentu dapat berkurang. Sebaliknya, penurunan suku bunga dapat mendorong minat terhadap saham karena biaya pendanaan menjadi lebih rendah dan peluang pertumbuhan bisnis semakin terbuka. Kondisi perekonomian, seperti percepatan atau perlambatan pertumbuhan ekonomi, turut memengaruhi ekspektasi terhadap pendapatan perusahaan. Selain itu, ketegangan geopolitik, konflik antarnegara, dan ketidakpastian perdagangan internasional juga dapat meningkatkan risiko investasi. Berbagai faktor tersebut dapat mengubah besarnya harga yang bersedia dibayarkan investor untuk suatu saham, bahkan ketika kinerja perusahaan yang bersangkutan belum mengalami perubahan berarti. Dengan demikian, pergerakan harga saham tidak hanya ditentukan oleh kondisi perusahaan, tetapi juga dipengaruhi oleh berbagai perkembangan ekonomi dan global yang lebih luas.



Gambar 7.1 GameStop (GME)—3 tahun

Selain faktor fundamental dan kondisi ekonomi, sentimen atau persepsi investor juga memiliki pengaruh besar terhadap pergerakan harga saham. Pada dasarnya, transaksi saham

dilakukan oleh individu maupun lembaga yang memiliki pandangan, harapan, dan emosi berbeda-beda. Keputusan investasi tidak selalu didasarkan pada analisis keuangan yang rasional karena sebagian investor dapat bertindak mengikuti tren, rumor, atau informasi yang sedang ramai diperbincangkan. Salah satu contoh yang menggambarkan kondisi tersebut adalah pergerakan saham *GameStop* (GME) pada periode 2020–2021. Dalam kurun waktu sekitar empat bulan, harga saham GameStop mengalami kenaikan yang sangat tajam, dari sekitar Rp 12.000 menjadi Rp1.200.000 per lembar setelah disesuaikan dengan pemecahan saham atau *stock split*. Lonjakan tersebut dipengaruhi oleh meningkatnya perhatian masyarakat terhadap saham GameStop melalui berbagai komunitas dan diskusi di internet. Antusiasme investor mendorong banyak orang untuk membeli saham tersebut sehingga permintaannya meningkat secara drastis. Kenaikan harga yang terjadi tidak sepenuhnya didukung oleh perubahan fundamental bisnis maupun kondisi ekonomi yang sebanding. Peristiwa ini menunjukkan bahwa sentimen pasar dapat menciptakan pergerakan harga yang sangat besar, meskipun tidak selalu mencerminkan nilai ekonomi perusahaan yang sebenarnya.



Gambar 7.2 Apple (AAPL)—20 tahun

Meskipun pergerakan harga yang didorong oleh sentimen sering kali tidak bertahan dalam jangka panjang, dampaknya tetap nyata selama berlangsung di pasar. Oleh karena itu, investor perlu memahami bahwa harga saham merupakan hasil interaksi berbagai faktor, mulai dari kinerja perusahaan, perkiraan keuntungan, kondisi ekonomi, hingga persepsi dan perilaku para pelaku pasar. Dalam jangka pendek, harga saham dapat mengalami perubahan yang cukup tajam akibat munculnya informasi baru atau perubahan sentimen secara tiba-tiba. Namun, untuk memahami nilai suatu perusahaan secara lebih menyeluruh, investor perlu memperhatikan perkembangan bisnis dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba secara berkelanjutan. Sebagai gambaran, pergerakan harga saham Apple (AAPL) selama periode 2003 hingga 2023 memperlihatkan bagaimana nilai saham perusahaan dapat

meningkat dalam jangka panjang seiring dengan keberhasilan bisnisnya. Jika diamati dalam rentang waktu yang lebih luas, berbagai perubahan harga dalam jangka pendek terlihat relatif kecil dibandingkan dengan pertumbuhan nilai saham secara keseluruhan. Perusahaan yang memiliki kualitas bisnis baik, mampu mempertahankan profitabilitas, serta terus mengembangkan usahanya cenderung memiliki dasar pertumbuhan nilai yang lebih kuat. Dengan demikian, investor jangka panjang sebaiknya tidak hanya terpaku pada fluktuasi harga harian, tetapi juga memperhatikan kemampuan perusahaan dalam menciptakan keuntungan secara konsisten.

BAB 8
LIKUIDITAS SAHAM DAN PEMANFAATANNYA SEBAGAI ASET PERUSAHAAN

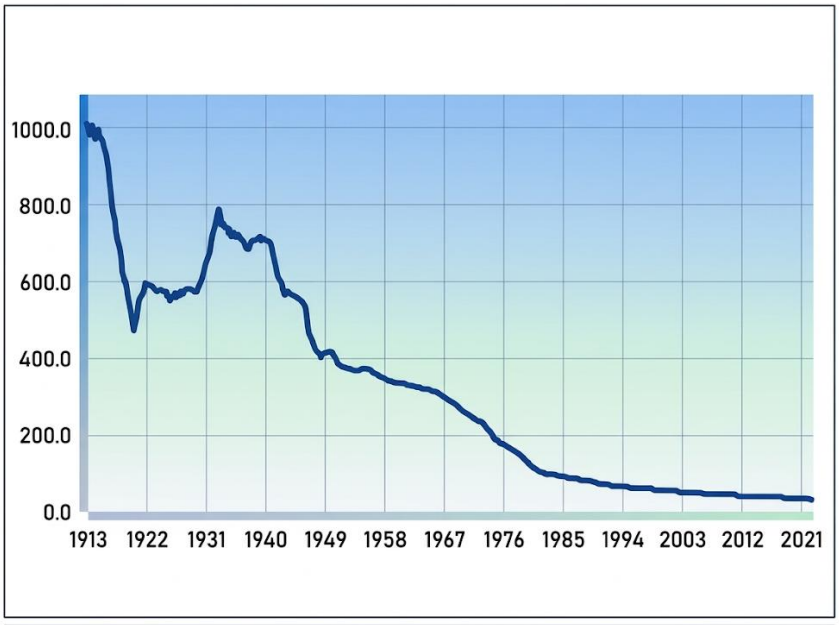
Mempertahankan kekayaan dalam jangka panjang membutuhkan strategi yang tepat dan tidak selalu mudah dilakukan. Sebagai investor, seseorang tentu ingin menyimpan kekayaannya dalam bentuk aset yang memiliki potensi pertumbuhan sekaligus mampu menjaga nilai investasinya. Namun, mengandalkan satu jenis aset saja dapat meningkatkan risiko kerugian apabila aset tersebut mengalami penurunan nilai. Oleh karena itu, diversifikasi menjadi langkah penting untuk menyebarkan risiko ke berbagai instrumen investasi. Beberapa pilihan aset yang dapat dimiliki antara lain saham, obligasi, tanah, logam mulia, dan berbagai bentuk investasi lainnya. Setiap aset tersebut mempunyai karakteristik, keunggulan, serta keterbatasan yang berbeda. Dalam investasi saham, keuntungan dapat diperoleh melalui pembagian dividen maupun peningkatan harga saham atau *capital gain*. Selain kedua sumber keuntungan tersebut, saham juga memiliki keunggulan lain yang tidak kalah penting, yaitu tingkat likuiditas yang relatif tinggi.

Likuiditas merupakan kemampuan suatu aset untuk diubah menjadi uang tunai dalam waktu singkat dengan proses yang mudah. Kemampuan ini sangat penting karena memungkinkan pemilik aset menggunakan kekayaannya ketika membutuhkan dana secara langsung. Sebagai contoh, seseorang yang memiliki sebidang tanah di wilayah pedesaan mungkin mempunyai aset dengan nilai yang cukup besar. Akan tetapi, ketika membutuhkan uang tunai dalam waktu mendesak, tanah tersebut belum tentu dapat segera dijual. Pemiliknya mungkin harus menunggu berbulan-bulan, bahkan bertahun-tahun, sampai menemukan pembeli yang sesuai. Selain membutuhkan waktu, penentuan harga jual tanah juga tidak selalu mudah karena nilainya dapat dipengaruhi oleh lokasi, kondisi lingkungan, akses jalan, dan tingkat permintaan pasar. Dengan demikian, meskipun suatu aset memiliki nilai ekonomi yang tinggi, bukan berarti aset tersebut dapat langsung dimanfaatkan sebagai uang tunai. Kondisi inilah yang menunjukkan pentingnya likuiditas dalam pengelolaan kekayaan.

Uang tunai merupakan bentuk aset yang paling likuid karena dapat langsung digunakan untuk memenuhi berbagai kebutuhan. Namun, menyimpan seluruh kekayaan dalam bentuk uang tunai juga memiliki kelemahan, terutama karena adanya inflasi yang secara bertahap mengurangi daya beli. Oleh sebab itu, masyarakat yang mempersiapkan keuangan untuk jangka panjang biasanya mengalokasikan kekayaannya ke berbagai aset yang berpotensi mempertahankan nilai riilnya. Hal yang perlu diperhatikan bukan hanya jumlah uang yang dimiliki, melainkan juga kemampuan uang tersebut untuk membeli barang dan jasa. Sebagai gambaran, uang sebesar Rp 100.000 saat ini mungkin cukup untuk membeli makanan tertentu, tetapi nilainya dapat menjadi kurang berarti apabila disimpan selama sepuluh tahun tanpa memperoleh imbal hasil. Apabila harga makanan yang sama meningkat menjadi Rp 200.000,

uang yang disimpan tersebut tidak lagi memiliki kemampuan membeli yang setara. Artinya, jumlah uang yang dimiliki tetap sama, tetapi daya belinya telah menurun. Keadaan ini memperlihatkan bahwa menjaga kekayaan tidak cukup hanya dengan menyimpan uang, tetapi juga perlu mempertimbangkan perubahan nilai uang akibat inflasi.

Sebagai gambaran mengenai dampak inflasi, nilai dolar Amerika Serikat telah mengalami penurunan daya beli lebih dari 96% sejak berdirinya *Federal Reserve System* pada tahun 1913. Penurunan tersebut juga mencapai sekitar 86% sejak tahun 1971, ketika Amerika Serikat secara resmi meninggalkan standar emas, sebagaimana ditunjukkan pada Gambar 8.1. Kondisi ini memperlihatkan adanya dilema dalam pengelolaan kekayaan. Di satu sisi, uang tunai diperlukan agar kekayaan dapat digunakan sewaktu-waktu, tetapi di sisi lain, menyimpan terlalu banyak uang tunai dalam jangka panjang dapat menyebabkan penurunan daya beli. Oleh karena itu, investor perlu mempertimbangkan kepemilikan aset non-tunai yang berpotensi menjaga nilai kekayaannya. Saham menjadi salah satu alternatif karena memiliki informasi harga yang relatif terbuka dan tingkat likuiditas yang tinggi. Harga saham umumnya dapat dipantau secara *real-time* selama jam perdagangan melalui berbagai platform daring atau dengan menghubungi pialang saham. Ketika membutuhkan dana, investor dapat menjual saham melalui beberapa langkah sederhana untuk mengubah kepemilikannya menjadi uang tunai. Kemudahan tersebut menjadikan saham sebagai salah satu instrumen yang menarik untuk mendukung pengelolaan kekayaan dalam jangka panjang.



Gambar 8.1 Daya beli Rupiah

8.1 SAHAM SEBAGAI INSTRUMEN KOMPENSASI DAN PENDANAAN PERUSAHAAN

Likuiditas saham tidak hanya memberikan keuntungan bagi investor, tetapi juga membawa manfaat besar bagi perusahaan yang sahamnya diperdagangkan secara terbuka di bursa. Ketika sebuah perusahaan berkembang, kebutuhan terhadap sumber daya manusia dan

pendanaan biasanya semakin meningkat. Pada tahap awal pertumbuhan, perusahaan terkadang memberikan kepemilikan saham kepada karyawan sebagai bentuk kompensasi karena kondisi keuangan perusahaan belum memungkinkan untuk memberikan gaji atau imbalan dalam jumlah besar. Dengan cara tersebut, karyawan memiliki kesempatan untuk ikut menikmati pertumbuhan perusahaan pada masa mendatang. Namun, kepemilikan saham tersebut tentu memiliki nilai yang perlu diketahui oleh para karyawan. Mereka juga membutuhkan kesempatan untuk mengubah kepemilikan tersebut menjadi uang tunai ketika diperlukan. Melalui perdagangan saham di pasar publik, karyawan dapat mengetahui nilai saham yang dimiliki sekaligus memperoleh kemudahan untuk menjualnya. Dengan demikian, likuiditas saham memberikan fleksibilitas bagi karyawan maupun perusahaan dalam mengelola kepemilikan dan kompensasi.

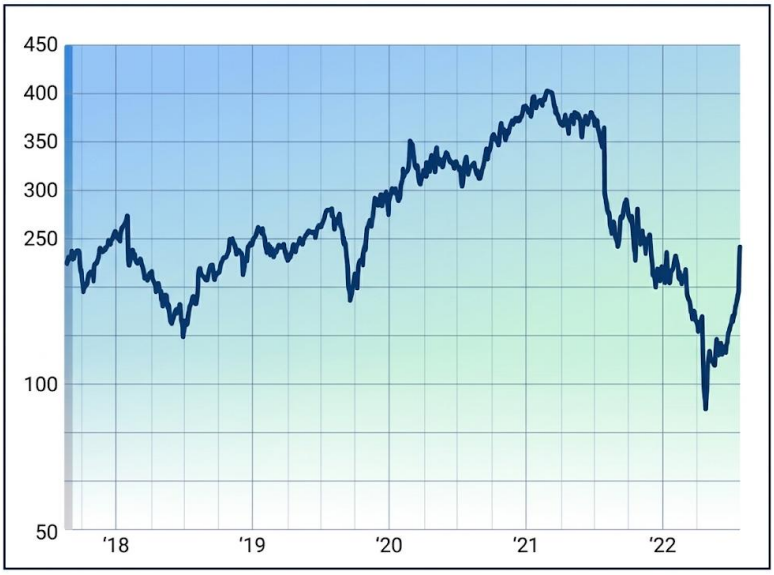
Tabel 8.1 Aset umum: kelebihan dan kekurangan

Aset	Kelebihan	Kekurangan
Kas	• Aset paling likuid Digunakan sebagai alat tukar Nilainya stabil dari hari ke hari	• Inflasi mengikis daya belinya seiring waktu Tidak menghasilkan pendapatan
Obligasi	• Dapat dikonversi menjadi kas dengan cukup cepat, tergantung jenis obligasinya Membayar bunga Umumnya lebih rendah risikonya dibanding aset penghasil pendapatan lainnya	• Imbal hasil mungkin tidak mengimbangi inflasi Sensitif terhadap perubahan suku bunga Potensi keuntungan terbatas Risiko perusahaan atau pemerintah
Saham	• Dapat dikonversi menjadi kas dengan cepat Aset produktif Dapat menghasilkan pendapatan dan imbal hasil di atas inflasi Transparansi harga	• Volatilitas harga Risiko harga Risiko perusahaan
Real Estat (Properti)	• Aset riil dengan pasokan terbatas Dapat menghasilkan pendapatan Dapat mengalami kenaikan harga	• Bisa memakan waktu lama untuk dikonversi menjadi kas jika diperlukan Transparansi harga rendah Sensitif terhadap suku bunga Dapat memerlukan pembayaran awal yang besar atau penggunaan utang Dapat memerlukan perawatan, waktu, dan tenaga
Logam Mulia	• Aset riil dengan pasokan terbatas Dapat mempertahankan daya beli seiring waktu	• Aset tidak produktif Tidak menghasilkan pendapatan

	Dapat dikonversi menjadi kas dengan cepat dalam sebagian besar kasus Transparansi harga	Volatilitas harga Risiko harga

Selain dapat diperjualbelikan, saham juga bisa dimanfaatkan perusahaan sebagai alat pembayaran atau semacam mata uang untuk mendukung kegiatan bisnis. Ketika harga saham perusahaan mengalami peningkatan, perusahaan memiliki peluang untuk menerbitkan saham tambahan guna memenuhi berbagai kebutuhan strategis. Sebagai contoh, apabila saham Meta (META) menunjukkan kinerja yang baik, perusahaan yang dipimpin *Mark Zuckerberg* dapat memanfaatkan saham tersebut untuk menarik tenaga kerja berkualitas, membiayai akuisisi perusahaan lain, atau mengembangkan proyek seperti *metaverse*. Salah satu bentuk pemanfaatannya adalah memberikan kompensasi berbasis saham kepada karyawan yang memiliki kemampuan dan keahlian khusus. Strategi ini menjadi salah satu pendekatan penting bagi Meta dan perusahaan teknologi besar lainnya, terutama ketika harga saham mereka mengalami peningkatan yang signifikan selama dekade 2010-an. Melalui pemberian saham, perusahaan tidak hanya menawarkan imbalan finansial, tetapi juga memberikan kesempatan kepada karyawan untuk ikut memperoleh manfaat dari pertumbuhan bisnis. Dengan demikian, saham dapat berfungsi sebagai instrumen investasi sekaligus sarana perusahaan untuk mempertahankan dan menarik sumber daya manusia yang berkualitas.

Pada perusahaan teknologi besar seperti Meta, Google, dan Amazon, seorang insinyur perangkat lunak senior dapat menerima paket kompensasi yang terdiri atas gaji tunai dan kepemilikan saham dengan perbandingan kurang lebih 50:50. Salah satu bentuk kompensasi tersebut dikenal sebagai *restricted stock units* (RSU), yaitu pemberian unit saham perusahaan kepada karyawan berdasarkan ketentuan dan periode tertentu. Nilai RSU biasanya ditentukan berdasarkan harga saham perusahaan pada periode sekitar saat karyawan mulai bekerja. Apabila harga saham perusahaan meningkat secara signifikan selama beberapa tahun pertama masa kerja, nilai kompensasi yang berasal dari RSU juga dapat bertambah besar. Sebaliknya, apabila harga saham mengalami penurunan, nilai kompensasi tersebut ikut berkurang meskipun jumlah unit saham yang diberikan tidak berubah. Kondisi ini menunjukkan bahwa kompensasi berbasis saham memiliki peluang keuntungan sekaligus risiko yang perlu dipertimbangkan oleh karyawan. Sebagai contoh, seseorang yang mulai bekerja di Meta pada September 2021, ketika harga saham perusahaan mendekati titik tertingginya, menerima RSU senilai Rp 1 miliar. Namun, sekitar enam bulan kemudian, nilai kepemilikan saham tersebut turun menjadi kurang lebih Rp 570 juta akibat penurunan harga saham perusahaan, sebagaimana terlihat pada Gambar 8.2.



Gambar 8.2 Meta (META)—5 tahun

Penurunan harga saham yang cukup besar dapat menimbulkan dampak terhadap kondisi karyawan maupun kemampuan perusahaan dalam merekrut tenaga kerja baru. Karyawan yang telah menerima kompensasi berbasis saham mungkin merasa bahwa nilai pendapatan mereka berkurang, meskipun jumlah gaji tunai yang diterima tidak berubah. Sementara itu, calon karyawan dapat mempertimbangkan kembali keputusannya untuk bergabung karena khawatir nilai saham yang akan diterima terus mengalami penurunan. Meskipun demikian, kondisi tersebut juga dapat membuka peluang bagi individu yang memiliki cara pandang *contrarian*, yaitu berani mengambil keputusan berbeda dari kebanyakan orang. Mereka mungkin melihat penurunan harga saham sebagai kesempatan untuk memperoleh kepemilikan saham pada nilai yang lebih rendah atau memanfaatkan strategi *buying the dip*. Dengan bergabung ketika perusahaan sedang menghadapi masa sulit, karyawan baru berpotensi memperoleh paket kompensasi saham dengan nilai awal yang lebih menarik. Namun, keputusan tersebut tetap memiliki risiko karena tidak ada jaminan bahwa harga saham akan kembali meningkat. Oleh sebab itu, calon karyawan perlu mempertimbangkan prospek perusahaan dan kemampuan bisnisnya untuk pulih sebelum mengambil keputusan.

Pada akhirnya, seorang insinyur perangkat lunak yang memiliki keahlian tinggi dan banyak dibutuhkan perusahaan dapat berada dalam posisi yang hampir sama dengan seorang investor. Ia memiliki kesempatan untuk memilih perusahaan yang sahamnya sedang menunjukkan tren positif atau justru bergabung dengan perusahaan yang sedang mengalami penurunan harga saham tetapi masih memiliki peluang untuk berkembang kembali. Pilihan pertama memungkinkan seseorang mengikuti momentum pertumbuhan perusahaan, sedangkan pilihan kedua membutuhkan keberanian untuk melihat potensi yang mungkin belum diperhatikan oleh sebagian besar orang. Kedua keputusan tersebut memiliki peluang dan risiko masing-masing, sehingga hasil akhirnya hanya dapat diketahui seiring berjalannya waktu. Prinsip ini serupa dengan investasi saham, yaitu keputusan yang tepat tidak hanya

ditentukan oleh kondisi harga saat ini, tetapi juga oleh kemampuan dalam menilai prospek perusahaan pada masa mendatang. Dengan demikian, saham yang likuid dan diperdagangkan secara publik memberikan manfaat bagi berbagai pihak, baik investor yang ingin mengelola kekayaannya maupun perusahaan yang membutuhkan fleksibilitas dalam menjalankan bisnis. Setelah memahami manfaat tersebut, pembahasan selanjutnya akan beralih pada proses yang harus dilalui perusahaan agar sahamnya dapat diperdagangkan secara terbuka di pasar modal, yang dikenal dengan istilah *go public* atau melantai di bursa saham.

BAB 9
MEKANISME IPO, KINERJA SAHAM, DAN ALTERNATIF GO PUBLIC

Selama bertahun-tahun, saya telah menjadi pelanggan setia Sweetgreen, sebuah jaringan restoran yang menyediakan berbagai pilihan salad segar, jauh sebelum perusahaan tersebut menawarkan sahamnya kepada masyarakat umum. Seiring berjalannya waktu, jumlah gerai Sweetgreen terus bertambah di berbagai wilayah Kota New York. Perkembangan perusahaan yang cukup pesat membuat saya tertarik, terutama karena konsep bisnis dan pelayanan yang diterapkannya. Melalui aplikasi, pelanggan dapat memesan salad segar dengan mudah sehingga ketika tiba di restoran, makanan yang dipesan sudah disiapkan dan dapat langsung diambil. Konsep ini menggabungkan penyediaan makanan sehat berbahan lokal dengan kepraktisan pelayanan seperti restoran cepat saji. Meskipun bisnisnya terus berkembang, hingga tahun 2021 Sweetgreen masih berstatus sebagai perusahaan tertutup (*private company*). Artinya, kesempatan untuk memiliki saham perusahaan tersebut hanya terbuka bagi pihak-pihak tertentu, seperti pendiri perusahaan, perusahaan modal ventura, investor ekuitas swasta, dan pihak internal lainnya. Masyarakat umum belum dapat membeli saham Sweetgreen melalui pasar saham.

Kondisi tersebut berubah pada 18 November 2021, ketika Sweetgreen secara resmi beralih menjadi perusahaan publik (*public company*). Sejak saat itu, saham perusahaan mulai diperdagangkan di Bursa Efek New York (*New York Stock Exchange*) dengan kode saham SG. Perubahan status ini membuka kesempatan bagi masyarakat luas, baik investor individu maupun lembaga atau institusi, untuk ikut memiliki bagian kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham. Dengan demikian, kesempatan berinvestasi yang sebelumnya hanya tersedia bagi kelompok tertentu menjadi lebih terbuka bagi publik. Salah satu cara yang paling umum dilakukan perusahaan untuk menawarkan sahamnya kepada masyarakat luas adalah melalui penawaran umum perdana atau *initial public offering* (IPO). Melalui proses IPO, perusahaan untuk pertama kalinya menawarkan saham kepada investor publik sehingga saham tersebut dapat diperdagangkan di bursa efek. Langkah ini menjadi salah satu tahapan penting dalam perkembangan perusahaan karena membuka akses terhadap sumber pendanaan yang lebih luas sekaligus memberikan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam kepemilikan perusahaan.

9.1 PERAN PROSPEKTUS DAN BANK INVESTASI DALAM PROSES IPO

Dalam proses penawaran umum perdana atau *initial public offering* (IPO), perusahaan menerbitkan saham baru untuk ditawarkan kepada masyarakat luas. Melalui proses ini, perusahaan menciptakan sejumlah lembar saham tambahan yang kemudian dijual kepada investor publik untuk memperoleh dana segar. Dana yang terkumpul menjadi sumber pendanaan yang dapat dimanfaatkan perusahaan untuk mendukung berbagai kebutuhan bisnis, seperti memperluas kegiatan operasional, mengembangkan produk, meningkatkan kapasitas produksi, atau menjalankan strategi pertumbuhan lainnya. Dengan demikian, IPO

merupakan salah satu cara perusahaan memperoleh tambahan modal tanpa harus sepenuhnya bergantung pada pinjaman. Rencana penggunaan dana tersebut biasanya dijelaskan secara terperinci dalam sebuah dokumen yang disebut prospektus. Dokumen ini disediakan bagi calon investor agar mereka dapat memahami tujuan perusahaan dalam menghimpun dana melalui pasar modal. Melalui informasi tersebut, investor memiliki dasar untuk mempertimbangkan keputusan sebelum membeli saham yang ditawarkan.

Prospektus merupakan dokumen resmi yang berisi berbagai informasi penting mengenai perusahaan yang akan melaksanakan IPO. Isi dokumen tersebut umumnya mencakup latar belakang dan sejarah perkembangan perusahaan, kondisi serta kinerja keuangan, tujuan strategis, hingga rencana pemanfaatan dana yang diperoleh dari hasil penjualan saham. Informasi tersebut membantu calon investor mengenali kondisi perusahaan secara lebih menyeluruh, termasuk peluang pertumbuhan dan risiko yang mungkin dihadapi. Sebagai contoh, apabila perusahaan berencana menggunakan dana IPO untuk membuka cabang baru, meningkatkan teknologi, atau memperluas jangkauan pasar, rencana tersebut perlu dijelaskan agar investor memahami arah pengembangan bisnisnya. Oleh karena itu, prospektus tidak hanya berfungsi sebagai sumber informasi, tetapi juga menjadi salah satu bahan pertimbangan penting dalam menilai kelayakan investasi. Semakin jelas informasi yang disampaikan, semakin mudah pula calon investor memahami tujuan perusahaan dalam menawarkan saham kepada publik.

Meskipun berbagai kegiatan bisnis kini semakin terbantu oleh perkembangan teknologi dan otomatisasi, proses untuk menjadi perusahaan publik melalui IPO masih tergolong rumit. Perusahaan tidak cukup hanya mengetahui nilai bisnisnya, tetapi juga harus mempersiapkan berbagai aspek administratif, keuangan, hukum, dan strategi pemasaran saham. Proses tersebut membutuhkan perencanaan yang matang karena perusahaan harus meyakinkan calon investor agar bersedia menanamkan modalnya. Sebagai perbandingan, seseorang yang ingin menjual rumah di lokasi strategis dapat memasang iklan melalui platform properti seperti Zillow untuk menjangkau calon pembeli. Namun, pendekatan sederhana seperti itu tidak dapat diterapkan secara langsung ketika sebuah perusahaan ingin menawarkan saham dan menghimpun dana dalam jumlah besar. Penjualan saham perusahaan berskala besar membutuhkan proses penilaian, penyusunan dokumen, serta komunikasi yang terarah dengan berbagai pihak. Oleh sebab itu, IPO memerlukan dukungan tenaga profesional yang memahami mekanisme pasar modal dan kebutuhan Perusahaan.

Untuk membantu menjalankan proses tersebut, perusahaan umumnya bekerja sama dengan bank investasi (*investment bank*). Lembaga ini memiliki peran penting dalam memberikan arahan sejak tahap persiapan hingga pelaksanaan IPO. Bank investasi membantu perusahaan menentukan nilai atau valuasi bisnis yang sesuai dengan kondisi dan prospek pertumbuhannya. Selain itu, lembaga tersebut juga memberikan pertimbangan mengenai jumlah saham baru yang sebaiknya diterbitkan serta harga penawaran yang tepat bagi calon investor. Penentuan harga menjadi bagian penting karena harus mempertimbangkan kepentingan perusahaan dalam memperoleh modal dan daya tarik investasi bagi masyarakat. Di samping aspek penilaian, bank investasi juga membantu memperkenalkan perusahaan

beserta jajaran manajemennya kepada jaringan investor yang telah mereka bangun. Hubungan tersebut sangat dibutuhkan karena sebagian besar dana dalam penawaran umum perdana biasanya berasal dari investor institusional, bukan hanya dari investor individu.

Bank investasi memiliki hubungan bisnis dengan berbagai kelompok investor institusional yang dapat berpartisipasi dalam pembelian saham saat IPO. Kelompok tersebut antara lain perusahaan pengelola reksa dana yang menerapkan strategi investasi *long-only*, yaitu membeli aset dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan nilainya, dana lindung nilai (*hedge fund*), dana pensiun, serta lembaga pengelola investasi lainnya. Keberadaan jaringan investor tersebut membantu perusahaan menjangkau pihak-pihak yang memiliki kemampuan untuk menanamkan modal dalam jumlah besar. Sebagai imbalan atas layanan yang diberikan, investor institusional biasanya membayar bank investasi untuk memperoleh berbagai fasilitas, seperti akses terhadap laporan riset ekuitas, kesempatan berkomunikasi dengan manajemen perusahaan, dan layanan *prime brokerage*. Layanan terakhir merupakan fasilitas khusus yang umumnya disediakan bagi investor profesional untuk mendukung kegiatan perdagangan dan pengelolaan portofolio investasi mereka. Dengan demikian, hubungan antara perusahaan, bank investasi, dan investor institusional menjadi bagian penting dalam keberhasilan pelaksanaan IPO.

9.2 MEKANISME DAN PERDAGANGAN SAHAM IPO

Saat membahas Wall Street, orang biasanya membaginya menjadi dua kelompok: pihak pembeli (*buy-side*) dan pihak penjual (*sell-side*). Bank investasi menjual layanan kepada investor profesional, sehingga mereka dianggap sebagai bagian dari pihak penjual (*sell-side*). Pihak pembeli (*buy-side*) terdiri dari investor profesional yang mengelola dana serta membayar atau membeli layanan yang disediakan oleh bank investasi dan firma lain di sisi penjual (*sell-side*).

Dalam divisi ekuitas sebuah bank investasi, terdapat analis, tenaga penjualan (*salesperson*), dan pedagang (*trader*) yang bekerja untuk memasarkan penawaran umum perdana (IPO). Analis bertugas melakukan valuasi terhadap perusahaan tersebut. Tenaga penjualan kemudian menawarkan saham baru itu kepada para investor institusional. Setelah tenaga penjualan mendapatkan pembeli, para pedagang akan mengeksekusi pesanan tersebut. Biasanya, beberapa bank investasi terlibat dalam satu IPO yang sama. Kelompok bank yang bersama-sama mencari pembeli untuk penjualan saham tersebut disebut sebagai sindikasi. Imbalan yang diterima setiap bank investasi serta tingkat keterlibatan mereka dalam kesepakatan tersebut bergantung pada peran yang ditetapkan bagi mereka dalam proses tersebut. Pihak yang mengelola proses penawaran ini adalah penjamin emisi utama (*lead underwriters*), yang juga dikenal sebagai bookrunner. Penjamin emisi utama membantu dalam proses pendaftaran dan uji tuntas (*due diligence*), serta memimpin upaya penjualan.

Dalam menjalankan tugasnya, para bookrunner utama didukung oleh bookrunner pasif dan manajer pendamping (*co-manager*). Manajer pendamping memiliki peran yang lebih kecil, namun mereka mungkin memiliki hubungan dengan investor yang melengkapi jaringan bank-bank besar pihak yang biasanya bertindak sebagai penjamin emisi utama. Sebagai contoh,

sementara penjamin emisi utama mungkin mampu menempatkan saham dalam jumlah besar kepada dana investasi berskala raksasa seperti T. Rowe Price dan Fidelity, manajer pendamping mungkin memiliki hubungan dengan investor yang lebih kecil dan berspesialisasi pada sektor tertentu, yang juga berminat untuk membeli saham tersebut.

Mengenal Istilah: Bank-Bank *Bulge Bracket*

Dalam industri keuangan di Wall Street, istilah *bulge bracket* digunakan untuk menyebut kelompok bank investasi yang memiliki reputasi tinggi, ukuran bisnis besar, serta pengaruh kuat dalam pasar keuangan global. Bank-bank yang termasuk dalam kelompok ini umumnya dipercaya untuk menjalankan peran penting dalam penawaran umum perdana (*initial public offering* atau IPO) berskala besar, terutama sebagai penjamin emisi utama (*lead underwriter*) atau pengelola buku pemesanan saham (*bookrunner*). Beberapa bank yang dikenal sebagai bagian dari kelompok *bulge bracket* antara lain Goldman Sachs, J.P. Morgan, Morgan Stanley, Deutsche Bank, Credit Suisse, Barclays, UBS, Citigroup, dan Bank of America. Nama-nama tersebut memiliki pengalaman panjang dalam menyediakan layanan perbankan investasi dan mendampingi perusahaan yang ingin memperoleh pendanaan melalui pasar modal. Meskipun memiliki reputasi dan posisi yang kuat, status sebagai bank investasi besar tidak menjamin bahwa perusahaan tersebut akan selalu berhasil. Persaingan, perubahan kondisi ekonomi, dan risiko dalam industri keuangan tetap dapat memengaruhi keberlangsungan bisnis mereka.

Sejarah industri perbankan investasi menunjukkan bahwa reputasi besar tidak selalu menjamin keamanan suatu perusahaan. Lehman Brothers dan Bear Stearns, misalnya, pernah menjadi bagian dari kelompok bank investasi terkemuka tersebut. Pada masa kejayaannya, pendapatan dari kegiatan perbankan investasi kedua perusahaan ini mampu bersaing dengan Goldman Sachs dan J.P. Morgan. Namun, krisis keuangan global pada tahun 2008–2009 menyebabkan keduanya mengalami kehancuran dan tidak lagi beroperasi seperti sebelumnya. Peristiwa tersebut memperlihatkan bahwa lembaga keuangan besar sekalipun tetap memiliki risiko yang dapat mengancam keberlangsungan bisnisnya. Di sisi lain, setelah perusahaan menyelesaikan proses IPO, manajer pendamping (*co-manager*) biasanya masih memberikan dukungan kepada perusahaan. Dukungan tersebut dapat berupa penyusunan riset dan analisis mengenai saham serta membantu mempertemukan manajemen perusahaan dengan investor. Penjamin emisi utama (*lead bookrunner*) juga dapat menyediakan layanan riset setelah IPO, meskipun kegiatan tersebut tidak selalu menjadi bagian dari tanggung jawab mereka setelah transaksi selesai.

Setelah prospektus disampaikan kepada calon investor, tahapan berikutnya yang umumnya dilakukan adalah kegiatan *roadshow* yang dikoordinasikan oleh pihak *bookrunner*. Dalam kegiatan ini, jajaran manajemen perusahaan bertemu secara langsung dengan para investor untuk menjelaskan latar belakang bisnis, strategi pengembangan, kondisi keuangan, serta peluang pertumbuhan perusahaan. Kegiatan tersebut dapat dianalogikan dengan acara *Shark Tank*, ketika pemilik bisnis mempresentasikan usahanya untuk menarik minat calon pemberi modal. Perbedaannya, dalam proses IPO, pihak yang menjadi sasaran utama adalah para manajer investasi profesional. Rangkaian pertemuan ini biasanya berlangsung selama

satu hingga dua minggu dengan jadwal yang telah disusun sebelumnya. Selama periode tersebut, manajemen perusahaan harus mampu menyampaikan informasi secara jelas dan meyakinkan. Tujuan utamanya adalah menarik minat investor institusional berskala besar agar bersedia membeli saham yang ditawarkan. Mengingat investor institusional memiliki banyak pilihan investasi dan menerapkan pertimbangan yang ketat, perusahaan perlu menunjukkan alasan kuat mengapa sahamnya layak menjadi bagian dari portofolio mereka.

Setelah seluruh rangkaian pertemuan dengan calon investor selesai, pihak *bookrunner* akan mengumpulkan informasi mengenai tingkat minat dan permintaan terhadap saham yang ditawarkan. Informasi tersebut dikenal sebagai indikasi minat (*indications of interest*), yaitu gambaran awal mengenai ketertarikan investor untuk membeli saham perusahaan. Dalam tahap ini, pihak *bookrunner* mencatat nama investor yang berminat, jumlah saham yang ingin dipesan, serta harga yang bersedia mereka bayarkan untuk setiap lembar saham. Seluruh informasi tersebut kemudian digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam menentukan harga penawaran yang sesuai. Harga yang ditetapkan untuk penjualan saham kepada investor dalam proses IPO disebut harga IPO. Penentuan harga ini merupakan tahap penting karena berkaitan langsung dengan jumlah dana yang dapat dihimpun perusahaan. Apabila harga terlalu tinggi, minat investor mungkin berkurang. Sebaliknya, apabila harga terlalu rendah, perusahaan berpotensi memperoleh dana yang lebih kecil daripada nilai yang sebenarnya dapat dicapai. Oleh karena itu, pihak *bookrunner* harus mempertimbangkan kondisi pasar dan respons calon investor secara cermat.

Permintaan terhadap saham yang ditawarkan dalam IPO dapat menunjukkan kondisi yang berbeda-beda. Apabila jumlah pesanan investor melebihi jumlah saham yang tersedia, kondisi tersebut disebut kelebihan permintaan (*oversubscribed*). Sebaliknya, apabila jumlah pesanan tidak mencukupi target saham yang ingin dijual, kondisi tersebut dikenal sebagai kekurangan permintaan (*undersubscribed*). Kedua kondisi tersebut menjadi pertimbangan penting bagi bank investasi dalam menentukan harga penawaran. Peran bank investasi dalam tahap ini adalah membantu menciptakan keseimbangan antara jumlah saham yang tersedia dan minat investor. Prinsipnya hampir sama dengan mekanisme pasar pada umumnya, ketika harga dapat disesuaikan berdasarkan tingkat permintaan dan penawaran. Jika minat investor sangat tinggi, harga penawaran dapat dipertimbangkan untuk dinaikkan. Namun, apabila minat pasar cenderung rendah, penyesuaian harga ke tingkat yang lebih terjangkau mungkin diperlukan. Dengan demikian, harga IPO tidak ditentukan secara sembarangan, melainkan melalui pertimbangan terhadap kondisi pasar dan hasil komunikasi dengan calon investor.

Ketika suatu IPO mengalami kelebihan permintaan (*oversubscribed*), bank investasi dapat mempertimbangkan untuk menaikkan harga penawaran saham. Kenaikan tersebut berpotensi memberikan tambahan modal yang lebih besar bagi perusahaan penerbit sekaligus meningkatkan pendapatan bank investasi melalui komisi yang diperoleh. Sebaliknya, apabila terjadi kekurangan permintaan (*undersubscribed*), harga penawaran mungkin perlu diturunkan agar saham menjadi lebih menarik bagi calon pembeli. Namun, penurunan harga dapat menyebabkan perusahaan memperoleh dana yang lebih sedikit dari target awal dan mengurangi potensi pendapatan bank investasi. Dalam proses ini, bank investasi juga

menjalankan fungsi sebagai penjamin emisi (*underwriter*). Artinya, bank investasi dapat membeli saham yang diterbitkan perusahaan terlebih dahulu, kemudian menjualnya kembali kepada investor publik sesuai dengan ketentuan penawaran. Dengan mekanisme tersebut, bank investasi bertindak sebagai perantara sekaligus menanggung risiko finansial selama proses penjualan berlangsung. Oleh karena itu, penentuan harga dan pengelolaan permintaan menjadi bagian penting dalam pelaksanaan IPO.

Selain mempertimbangkan keuntungan finansial, bank investasi juga perlu menjaga reputasi mereka dalam setiap pelaksanaan IPO. Keberhasilan suatu penawaran saham dapat memengaruhi kepercayaan perusahaan lain yang berencana melantai di bursa pada masa mendatang. Perusahaan calon penerbit saham biasanya akan memperhatikan pengalaman dan rekam jejak bank investasi sebelum menentukan pihak yang akan mendampingi proses IPO mereka. Oleh karena itu, bank investasi memiliki kepentingan untuk memastikan proses penawaran berjalan dengan baik. Setelah seluruh pesanan investor dikumpulkan, bank investasi akan melakukan proses alokasi saham (*share allocation*), yaitu menentukan pihak-pihak yang berhak memperoleh saham yang ditawarkan. Proses ini melibatkan evaluasi terhadap jumlah pesanan, karakteristik investor, serta hubungan bisnis yang telah terjalin. Dalam praktiknya, penentuan alokasi tidak selalu dilakukan secara merata karena terdapat pertimbangan tertentu yang dapat memengaruhi keputusan. Investor institusional besar yang memiliki hubungan bisnis penting dengan bank investasi terkadang memperoleh prioritas. Akibatnya, investor ritel perorangan dapat mengalami kesulitan mendapatkan saham pada harga IPO, terutama ketika permintaannya sangat tinggi, meskipun peluang tersebut tetap terbuka.

Bagi investor individu yang ingin membeli saham sejak tahap IPO, salah satu langkah yang dapat dilakukan adalah menghubungi perusahaan sekuritas tempat mereka memiliki rekening investasi. Perusahaan sekuritas tersebut mungkin memperoleh jatah atau alokasi saham dari bank investasi yang menangani penawaran. Investor dapat menyampaikan minatnya untuk membeli saham dan menanyakan apakah tersedia kesempatan untuk memperoleh alokasi pada harga IPO. Peluang untuk mendapatkan saham tersebut dapat dipengaruhi oleh kebijakan perusahaan sekuritas, jumlah saham yang tersedia, besarnya permintaan, serta hubungan investor dengan pihak perantara. Dalam kondisi tertentu, investor individu mungkin memperoleh kesempatan membeli saham pada harga penawaran awal, meskipun peluang tersebut tidak selalu tersedia bagi semua orang. Transaksi pembelian saham pada harga yang telah ditetapkan selama proses IPO termasuk dalam kegiatan pasar perdana (*primary market*). Pasar perdana merupakan tempat perusahaan menjual saham baru kepada investor untuk pertama kalinya. Dana yang dibayarkan oleh investor melalui transaksi tersebut akan masuk ke perusahaan penerbit sebagai tambahan modal untuk mendukung kegiatan bisnisnya.

Setelah seluruh proses IPO selesai dan saham telah dibagikan kepada investor, kegiatan perdagangan selanjutnya berlangsung di pasar sekunder (*secondary market*). Berbeda dengan pasar perdana, transaksi di pasar sekunder terjadi antara para investor yang ingin membeli dan menjual saham yang telah beredar. Dalam kegiatan ini, perusahaan penerbit tidak lagi

menjadi pihak yang terlibat secara langsung dalam setiap transaksi. Dana hasil penjualan saham akan diterima oleh investor yang menjualnya, bukan oleh perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Sebagai contoh, ketika seseorang masuk ke akun perusahaan sekuritas dan membeli saham Apple (AAPL), saham yang diperoleh berasal dari investor individu atau lembaga yang sebelumnya telah memilikinya dan bersedia menjual saham tersebut. Apple sebagai perusahaan penerbit tidak menerima dana dari transaksi jual-beli tersebut dan juga tidak perlu mengeluarkan uang untuk menyelesaikannya. Dengan demikian, perbedaan utama antara pasar perdana dan pasar sekunder terletak pada pihak yang menerima dana dari transaksi. Pasar perdana menjadi sarana perusahaan memperoleh modal, sedangkan pasar sekunder menyediakan ruang bagi investor untuk memperjualbelikan saham yang telah diterbitkan.

9.3 KINERJA SAHAM IPO DAN FAKTOR PENENTUNYA

Pada hari pelaksanaan penawaran umum perdana (*initial public offering* atau IPO), saham perusahaan biasanya mulai diperdagangkan di bursa beberapa jam setelah pasar dibuka. Momen tersebut menjadi awal berlangsungnya transaksi saham secara terbuka dan menandai perubahan status perusahaan menjadi emiten publik. Bagi perusahaan yang memiliki reputasi besar, peristiwa ini sering dirayakan melalui seremoni pembukaan perdagangan, seperti membunyikan lonceng di lantai Bursa Efek New York (*New York Stock Exchange*). Para pendiri dan jajaran eksekutif biasanya turut hadir untuk merayakan pencapaian tersebut, bahkan tidak jarang momen ini menjadi perhatian media keuangan. Suasana perayaan tersebut mencerminkan keberhasilan perusahaan dalam memperoleh akses ke pasar modal. Namun, keberhasilan menyelenggarakan IPO tidak selalu menjamin bahwa harga saham akan terus meningkat setelah mulai diperdagangkan. Pergerakan harga saham pada hari pertama maupun periode berikutnya tetap dipengaruhi oleh permintaan, penawaran, dan penilaian investor terhadap prospek perusahaan. Oleh karena itu, investor perlu memahami bahwa antusiasme saat peluncuran saham belum tentu mencerminkan kinerja investasi dalam jangka panjang.

Kinerja saham yang baru memasuki bursa dapat menunjukkan hasil yang sangat beragam. Sebagian saham mengalami kenaikan harga yang cukup tinggi dibandingkan harga penawaran IPO ketika pertama kali diperdagangkan di pasar terbuka. Namun, terdapat pula saham yang kesulitan mempertahankan harga penawaran awal, yaitu harga yang sebelumnya dibayarkan oleh investor institusional di pasar perdana. Memprediksi saham mana yang akan mengalami kenaikan atau penurunan pada hari pertama bukanlah hal yang mudah. Salah satu contohnya terjadi pada IPO Facebook, yang kini dikenal sebagai Meta (META), pada 18 Mei 2012. Saat itu, Facebook merupakan perusahaan teknologi yang sangat populer dan memiliki banyak pengguna, sehingga penawaran sahamnya mendapat perhatian besar dari investor institusional maupun investor ritel. Bank investasi menetapkan harga IPO sebesar Rp 380.000 per lembar saham. Ketika mulai diperdagangkan sekitar pukul 11.30 waktu setempat, harga saham sempat meningkat hingga kurang lebih Rp 450.000 per lembar. Akan tetapi, kenaikan tersebut tidak bertahan lama karena tekanan jual mulai meningkat. Harga saham kemudian

turun kembali mendekati harga IPO dan mengalami kesulitan untuk mempertahankan posisinya.

Situasi tersebut bahkan mengharuskan Morgan Stanley selaku penjamin emisi utama (*lead underwriter*) mengambil langkah untuk membantu menjaga harga saham Facebook agar tidak jatuh di bawah harga penawaran awal. Salah satu mekanisme yang dapat digunakan dalam proses IPO adalah *greenshoe option*. Ketentuan ini merupakan bagian dari perjanjian penjaminan emisi yang memberikan hak kepada bank investasi untuk menjual saham tambahan, biasanya hingga sekitar 15% dari jumlah saham yang direncanakan. Fasilitas tersebut dapat digunakan ketika permintaan investor terhadap saham yang ditawarkan lebih besar daripada jumlah yang tersedia. Dalam kasus Facebook, tingginya minat awal terhadap saham perusahaan membuat Morgan Stanley memanfaatkan opsi tersebut. Bank investasi itu kemudian mendistribusikan sekitar 63 juta lembar saham tambahan kepada para investor di luar jumlah yang sebelumnya direncanakan. Langkah ini dilakukan untuk memenuhi permintaan pasar yang terlihat tinggi pada awal perdagangan. Namun, penggunaan *greenshoe option* tidak serta-merta menjamin bahwa harga saham akan terus mengalami peningkatan. Perubahan minat investor tetap dapat memengaruhi pergerakan harga setelah saham diperdagangkan secara terbuka.

Ketika minat investor terhadap saham Facebook mulai melemah, harga saham kembali turun hingga mendekati Rp 380.000 per lembar. Untuk mengurangi tekanan penurunan tersebut, Morgan Stanley membeli kembali sekitar 63 juta lembar saham tambahan yang sebelumnya telah didistribusikan kepada publik. Melalui pembelian dalam jumlah besar, Morgan Stanley bertindak sebagai pembeli tambahan sehingga permintaan terhadap saham Facebook meningkat dan harga saham dapat dipertahankan agar tidak jatuh di bawah harga IPO, setidaknya pada hari pertama perdagangan. Pada akhir hari tersebut, saham Facebook ditutup pada harga sekitar Rp 382.300 per lembar. Meskipun demikian, mekanisme *greenshoe option* tidak selalu mampu mencegah penurunan harga apabila tekanan jual dari investor terlalu besar. Contoh lainnya terlihat pada IPO *Uber Technologies* (UBER). Bank investasi menetapkan harga penawaran awal Uber sebesar Rp 450.000 per lembar, tetapi saham tersebut justru ditutup pada harga sekitar Rp 415.700 pada hari pertama perdagangan. Kondisi ini menyebabkan investor institusional yang memperoleh saham Uber di pasar perdana mengalami kerugian ketika perdagangan hari pertama berakhir.

Penilaian terhadap kinerja IPO sebaiknya tidak hanya didasarkan pada pergerakan harga saham selama hari pertama perdagangan. Beberapa saham perusahaan yang baru melantai di bursa justru menunjukkan kinerja yang kurang baik selama berbulan-bulan, bahkan bertahun-tahun setelah IPO. Namun, hasil yang diperoleh setiap perusahaan sangat bervariasi sehingga tidak tepat apabila seluruh saham IPO dianggap memiliki pola kinerja yang sama. Ada perusahaan yang mampu mempertahankan pertumbuhan harga saham sejak pertama kali diperdagangkan. Salah satu contohnya adalah Google, yang kini menjadi bagian dari perusahaan induknya, Alphabet (GOOGL). Investor yang membeli saham Google pada hari pertama perdagangan tahun 2004 dan mempertahankannya dalam jangka panjang memperoleh keuntungan yang sangat besar. Harga saham perusahaan tersebut terus

mengalami peningkatan selama bulan-bulan setelah IPO dan tidak pernah kembali ke tingkat harga awalnya. Sebagai ilustrasi, investasi sebesar Rp 10 juta pada hari pertama perdagangan tahun 2004 dapat berkembang menjadi lebih dari Rp 500 juta pada tahun 2023. Perkembangan ini menunjukkan bahwa sebagian saham IPO memiliki potensi pertumbuhan yang besar apabila didukung oleh kinerja bisnis yang kuat.

Di sisi lain, tidak sedikit saham IPO yang justru mengalami penurunan tajam dan memiliki kinerja lebih buruk dibandingkan pasar saham secara keseluruhan. Kondisi tersebut terlihat pada sejumlah perusahaan yang melantai di bursa selama periode optimisme pasar pada tahun 2021. Ketika kondisi pasar berubah pada tahun berikutnya, banyak saham mengalami koreksi harga yang cukup besar. Salah satu contohnya adalah Traeger, perusahaan produsen alat pemanggang berbahan pelet kayu yang populer, dengan kode saham COOK. Perusahaan ini resmi melantai di bursa pada 29 Juli 2021. Pada hari perdagangan tersebut, harga saham Traeger sempat mencapai titik tertinggi sekitar Rp 237.400 per lembar. Namun, dalam kurun waktu sebelas bulan berikutnya, harga sahamnya terus mengalami penurunan hingga menyentuh sekitar Rp 25.200 per lembar pada 2 September 2022. Penurunan tersebut setara dengan kerugian sekitar 89% bagi investor yang membeli saham pada hari pertama perdagangan. Peristiwa ini memperlihatkan bahwa popularitas produk dan tingginya antusiasme pasar ketika IPO berlangsung tidak selalu menjamin keberhasilan saham dalam jangka panjang.



Gambar 9.1 Alphabet (GOOGL)—19 tahun



Gambar 9.2 Traeger (COOK)—2 tahun

Terdapat beberapa alasan yang dapat menjelaskan mengapa saham IPO berpotensi mengalami kinerja kurang baik pada periode awal perdagangan. Salah satu penyebabnya berkaitan dengan waktu yang dipilih perusahaan untuk memasuki pasar modal. Perusahaan memiliki keleluasaan untuk menentukan kapan akan melakukan *go public* dan menghimpun dana dari masyarakat. Dalam praktiknya, perusahaan cenderung tertarik menawarkan saham ketika kondisi pasar sedang positif dan investor bersedia memberikan valuasi yang tinggi. Situasi seperti ini terlihat pada tahun 2021, ketika jumlah perusahaan yang melakukan IPO mencapai tingkat tertinggi di tengah kondisi pasar saham yang sangat optimistis. Akan tetapi, kenaikan pasar yang berlangsung pesat sering kali dapat diikuti oleh penurunan yang tajam. Investor yang membeli saham dengan valuasi terlalu tinggi pada masa optimisme berlebihan berisiko mengalami kerugian ketika kondisi pasar berubah. Ketika ekspektasi yang sebelumnya terlalu tinggi mulai disesuaikan dengan kenyataan bisnis, harga saham dapat mengalami koreksi menuju tingkat valuasi yang lebih wajar berdasarkan kondisi historisnya.

Faktor berikutnya yang dapat memengaruhi kinerja saham IPO adalah keputusan pihak internal perusahaan untuk menjual sebagian kepemilikan saham mereka. Pihak internal tersebut meliputi pendiri perusahaan, pemilik awal, karyawan yang telah bergabung sejak tahap awal, serta investor yang memberikan pendanaan sebelum perusahaan melantai di bursa. Pada saat masyarakat umum memperoleh kesempatan pertama untuk membeli saham perusahaan, sebagian pihak internal justru dapat memiliki keinginan untuk merealisasikan keuntungan dari investasi yang telah mereka miliki selama bertahun-tahun. Bagi investor individu, IPO mungkin menjadi kesempatan menarik untuk memiliki saham perusahaan yang selama ini hanya dapat diakses oleh kelompok investor tertentu. Namun, bagi pemegang saham awal, momen tersebut dapat menjadi kesempatan untuk mengubah kepemilikan yang sebelumnya sulit diperjualbelikan menjadi uang tunai. Mereka mungkin telah memiliki saham dalam jumlah besar sejak perusahaan belum dikenal luas. Ketika saham mulai tersedia di pasar

publik, nilai kepemilikan tersebut dapat menjadi sangat signifikan. Oleh karena itu, keputusan pihak internal untuk menjual saham perlu diperhatikan karena dapat meningkatkan jumlah saham yang beredar di pasar dan menambah tekanan jual.

Meskipun demikian, pihak internal perusahaan umumnya tidak dapat langsung menjual seluruh saham yang dimilikinya setelah IPO berlangsung. Terdapat ketentuan yang disebut periode penguncian (*lock-up period*), yaitu jangka waktu ketika pendiri, karyawan, investor awal, dan pemegang saham internal lainnya dibatasi untuk menjual kepemilikan saham mereka. Periode ini biasanya berlangsung sekitar 90 hingga 180 hari setelah perusahaan resmi melantai di bursa. Ketentuan tersebut bertujuan mengatur penjualan saham oleh pihak internal agar tidak terjadi pelepasan saham dalam jumlah besar secara langsung setelah IPO. Namun, ketika periode penguncian berakhir, pihak internal umumnya memperoleh kesempatan untuk menjual sahamnya di pasar terbuka sesuai dengan ketentuan yang berlaku. Karena para pemegang saham awal sering kali memiliki jumlah saham yang cukup besar, keputusan mereka untuk menjual dapat meningkatkan pasokan saham di pasar. Apabila jumlah saham yang ditawarkan meningkat sementara permintaan investor tidak mengalami pertumbuhan yang seimbang, harga saham berpotensi mengalami tekanan penurunan. Oleh sebab itu, investor perlu memperhatikan jadwal berakhirnya *lock-up period* sebagai salah satu faktor yang dapat memengaruhi pergerakan harga saham setelah IPO.

9.4 ALTERNATIF IPO: DIRECT LISTING DAN SPAC

IPO merupakan metode yang paling banyak digunakan perusahaan untuk mencatatkan sahamnya agar dapat diperjualbelikan di bursa efek. Meskipun demikian, perusahaan tidak harus selalu menggunakan IPO untuk menjadi perusahaan publik karena terdapat beberapa alternatif lain salah satunya adalah pencatatan langsung (*direct listing*). Berbeda dengan *Initial Public Offering* (IPO) yang bertujuan menghimpun dana melalui penerbitan saham baru, *direct listing* dilakukan tanpa tujuan memperoleh tambahan modal. Metode ini juga dikenal dengan istilah *direct placement* atau *direct public offering* (DPO). Dalam proses tersebut, perusahaan tidak menerbitkan saham baru untuk mendapatkan dana segar. Sebaliknya, saham yang sebelumnya telah dimiliki oleh pihak internal (*insiders*), seperti pendiri, karyawan, atau investor awal, mulai tersedia untuk diperdagangkan di bursa. Dengan demikian, para pemilik saham internal tersebut dapat menjual kepemilikannya kepada investor publik sejak hari pertama perdagangan.

Sama seperti perusahaan yang melakukan IPO, perusahaan yang memilih *direct listing* tetap harus memenuhi ketentuan pencatatan dan menyerahkan dokumen pendaftaran kepada SEC (*Securities and Exchange Commission*). Perbedaannya terletak pada tidak adanya keterlibatan penjamin emisi (*underwriter*) dalam proses tersebut. Kondisi ini membuat *direct listing* dapat menjadi pilihan yang lebih hemat biaya bagi perusahaan yang ingin beralih menjadi perusahaan publik. Selain itu, metode ini memberikan keleluasaan lebih besar kepada pemegang saham internal untuk menjual saham mereka karena umumnya tidak menerapkan masa pembatasan penjualan atau *lock-up period*. Sejumlah perusahaan terkenal yang menggunakan metode ini antara lain Warby Parker, Spotify, Roblox, dan Coinbase. Di samping

direct listing, terdapat alternatif lain untuk memasuki pasar modal, yaitu melalui *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC), sebuah perusahaan khusus yang dibentuk untuk melakukan akuisisi terhadap perusahaan lain.

SPAC sempat mengalami peningkatan popularitas yang sangat pesat ketika pasar keuangan berada dalam kondisi *booming* pada tahun 2021. Namun, setelah periode tersebut berlalu, keberadaan SPAC mulai mendapatkan banyak kritik dan menimbulkan keraguan di kalangan investor. Dalam mekanismenya, SPAC dibentuk oleh seorang sponsor yang biasanya memiliki reputasi atau pengaruh besar, misalnya manajer investasi terkenal maupun tokoh publik dari bidang olahraga dan hiburan. Sponsor memanfaatkan reputasi tersebut untuk menghimpun dana dari investor dengan menawarkan rencana akuisisi terhadap perusahaan yang dinilai memiliki prospek menarik. Secara sederhana, investor memberikan semacam *cek kosong* kepada sponsor untuk digunakan dalam mencari dan membeli perusahaan yang sesuai. Selama proses pencarian berlangsung, SPAC dapat diperdagangkan di bursa menggunakan simbol saham (*ticker*) sementara. Apabila sponsor tidak berhasil menemukan perusahaan yang memenuhi kriteria akuisisi dalam batas waktu yang ditentukan, dana yang telah dihimpun akan dikembalikan kepada investor dan SPAC tersebut dibubarkan.

Apabila sponsor berhasil menemukan perusahaan yang sesuai sebagai target akuisisi, dana yang terkumpul akan digunakan untuk membeli sebagian kepemilikan saham perusahaan tersebut. Selanjutnya, para pemegang saham SPAC akan memberikan suara untuk menentukan apakah rencana penggabungan atau *merger* dapat dilaksanakan. Jika mayoritas menyetujui rencana tersebut, SPAC akan menyelesaikan proses penggabungan yang dikenal sebagai *de-SPAC*. Setelah proses ini selesai, perusahaan hasil akuisisi dapat diperdagangkan secara mandiri di bursa dengan menggunakan simbol saham baru. Salah satu contohnya terjadi pada musim semi 2021 ketika Marquee Raine Acquisition Corporation dibentuk sebagai perusahaan cangkang (*shell company*) dengan kode saham MRAC. Pada tahun yang sama, MRAC mengakuisisi Enjoy Technologies, yaitu perusahaan layanan ritel yang menyediakan pelayanan langsung ke rumah pelanggan dan dipimpin oleh Ron Johnson, mantan CEO Sears. Setelah proses penggabungan memperoleh persetujuan, perusahaan tersebut menjalani tahap *de-SPAC* dan mulai diperdagangkan secara terpisah di bursa dengan kode saham ENJY.

Pada dasarnya, SPAC memberikan jalur alternatif bagi perusahaan yang ingin mencatatkan sahamnya di bursa dan memperoleh status sebagai perusahaan publik. Sejumlah perusahaan menilai bahwa metode ini dapat mempercepat proses pencatatan saham sekaligus membuka peluang untuk menghimpun modal dengan prosedur yang dianggap lebih sederhana. Popularitas SPAC pada tahun 2021 juga didorong oleh antusiasme investor terhadap berbagai peluang investasi spekulatif. Namun, ketika kondisi pasar mulai berubah dan minat terhadap SPAC menurun, investor semakin menyadari sejumlah kelemahan dari instrumen tersebut. Beberapa permasalahan yang banyak disoroti meliputi biaya transaksi yang tinggi, pengawasan regulasi yang dinilai kurang memadai, serta risiko dilusi kepemilikan. Dilusi terjadi ketika perusahaan menerbitkan saham tambahan sehingga persentase kepemilikan pemegang saham sebelumnya menjadi lebih kecil. Dalam sejumlah kasus, sponsor SPAC justru memperoleh keuntungan besar meskipun hanya menggunakan modal pribadi

dalam jumlah terbatas. Sebaliknya, investor ritel yang membeli saham SPAC berisiko mengalami kerugian ketika perusahaan hasil akuisisi tidak mampu memenuhi harapan pasar.

Secara umum, kinerja banyak SPAC menunjukkan hasil yang kurang memuaskan bagi investor. Meskipun *Enjoy Technologies* (ENJY) tidak dapat dianggap mewakili seluruh perusahaan yang menggunakan skema SPAC, kasusnya menjadi contoh nyata mengenai risiko yang dapat muncul setelah perusahaan melantai di bursa. *Enjoy Technologies* mengajukan kebangkrutan dalam waktu kurang dari satu tahun setelah resmi menjadi perusahaan publik. Peristiwa tersebut menunjukkan bahwa keberhasilan mencatatkan saham di bursa tidak serta-merta menjamin perusahaan memiliki kondisi keuangan dan operasional yang kuat. Melalui pembahasan ini, dapat dipahami bahwa terdapat beberapa jalur bagi perusahaan untuk memasuki pasar modal, mulai dari IPO, *direct listing*, hingga SPAC. Setelah saham perusahaan mulai diperdagangkan di bursa, harganya akan terbentuk melalui interaksi antara pihak yang ingin membeli dan pihak yang ingin menjual saham tersebut. Tempat berlangsungnya aktivitas jual beli antara kedua pihak inilah yang dikenal sebagai pasar saham. Pada bagian berikutnya, pembahasan akan beralih pada cara kerja pasar saham serta proses yang menentukan harga dan perdagangan berbagai saham di dalamnya.

BAGIAN KETIGA
PASAR SAHAM

Seperti menekan tombol kirim pada sebuah tweet sekarang ada di luar sana untuk dinilai oleh dunia. Hanya saja, saham tersebut dinilai dengan uang, bukan dengan like dan komentar jahat. Saham tersebut sekarang diperdagangkan secara bebas, bergerak naik atau turun harganya seiring individu dan institusi membeli atau menjualnya sesuai keinginan mereka. Banyak analisis dapat dilakukan untuk menentukan nilai suatu saham, tetapi pada akhirnya harganya ditentukan oleh penawaran dan permintaan. Suatu perusahaan dapat melaporkan hasil pendapatan yang bagus, tetapi jika ada lebih banyak penjual daripada pembeli pada saat itu, harga saham masih dapat turun. Tidak ada aturan analitis konkret untuk menentukan harga saham. Anda dapat memperkirakan nilai saham menurut Anda, tetapi harga sebenarnya dari suatu saham adalah apa yang bersedia dibayar oleh seseorang.

Saham adalah aset seperti barang berharga lainnya yang dapat dimiliki dan dijual oleh orang-orang. Dan orang-orang memiliki berbagai alasan untuk memutuskan membeli atau menjual sesuatu. Keputusan mereka bisa didasarkan pada emosi atau situasi hidup yang sedang mereka alami. Keputusan mereka bisa didasarkan pada pandangan yang keliru, atau bahkan pandangan yang benar tetapi mendahului zamannya. Alasan orang memutuskan untuk membeli dan menjual sesuatu tidak selalu rasional, tetapi itu tidak membuatnya kurang nyata. Itulah sebagian dari keindahan pasar saham. Anda tidak perlu memberikan alasan ketika Anda menekan tombol beli atau jual. Tidak diperlukan penjelasan dari kedua pihak dalam transaksi tersebut.

Tidak seperti beberapa bidang lain seperti politik, di ranah saham, semua pendapat ahli pada akhirnya dinilai berdasarkan realitas objektif yang keras: harga. Anda dapat berdebat sesuka hati bahwa pasar salah, tetapi laba rugi (P&L) Anda adalah kartu skor objektif. Tempat di mana pembeli dan penjual menentukan harga saham adalah pasar sekunder, atau seperti yang kebanyakan orang sebut pasar saham.

BAB 10
STRUKTUR DAN MEKANISME PERDAGANGAN DI PASAR SAHAM

Dalam pembahasan mengenai pasar saham, istilah tersebut umumnya merujuk pada keseluruhan aktivitas perdagangan yang berlangsung di berbagai bursa efek utama. Bursa efek merupakan tempat perdagangan yang terorganisasi untuk mempertemukan pihak-pihak yang ingin membeli dan menjual saham. Meskipun sering dianggap sebagai satu kesatuan, pasar saham sebenarnya terdiri atas sejumlah bursa yang memiliki sistem operasional, persyaratan pencatatan, biaya, insentif, serta aturan masing-masing. Setiap bursa memiliki karakteristik tersendiri yang membedakannya dari bursa lainnya. Di Amerika Serikat, terdapat dua bursa saham terbesar dan paling dikenal, yaitu *New York Stock Exchange* (NYSE) dan *Nasdaq Stock Market*. Nama Nasdaq sendiri merupakan singkatan dari *National Association of Securities Dealers Automated Quotation System*. Karena nama lengkapnya cukup panjang dan kurang praktis untuk digunakan dalam percakapan sehari-hari, masyarakat lebih sering menyebutnya dengan nama singkat Nasdaq.

NYSE dan Nasdaq secara bersama-sama menjadi pusat utama perdagangan saham di Amerika Serikat. Bagi investor individu yang melakukan transaksi dalam jumlah relatif kecil melalui rekening perusahaan pialang, perbedaan antara saham yang tercatat di NYSE dan Nasdaq biasanya tidak terlalu terasa. Proses pembelian maupun penjualan saham melalui aplikasi atau situs pialang pada dasarnya tetap memberikan pengalaman yang serupa. Namun, di balik tampilan layanan pialang yang sederhana, terdapat berbagai mekanisme perdagangan yang cukup kompleks. Perbedaan tersebut tidak hanya ditemukan pada sistem yang digunakan oleh kedua bursa utama, tetapi juga pada sarana perdagangan alternatif lainnya. Beberapa di antaranya adalah jaringan komunikasi elektronik (*Electronic Communication Network* atau ECN) independen dan *dark pool*. Kedua fasilitas tersebut memiliki mekanisme tersendiri dalam mempertemukan pembeli dan penjual saham. Oleh karena itu, memahami karakteristik setiap tempat perdagangan dapat membantu menjelaskan bagaimana transaksi saham berlangsung di balik sistem yang digunakan investor sehari-hari.

Sejarah berdirinya NYSE dan Nasdaq memperlihatkan perbedaan karakteristik yang cukup jelas antara keduanya. *New York Stock Exchange* merupakan salah satu bursa saham tertua di dunia yang masih beroperasi hingga sekarang. Bursa ini didirikan pada tahun 1792 dan memiliki perjalanan sejarah yang panjang dalam perkembangan pasar modal Amerika Serikat. Berdasarkan total kapitalisasi pasar seluruh sekuritas yang tercatat, NYSE dikenal sebagai bursa saham berbasis ekuitas terbesar di dunia. Secara historis, NYSE identik dengan perusahaan *blue chip*, yaitu perusahaan besar yang telah lama beroperasi, memiliki reputasi kuat, dan dikenal relatif mapan dalam industrinya. Bursa ini banyak menaungi perusahaan dari sektor ekonomi tradisional, seperti keuangan, manufaktur, dan energi. Beberapa contoh perusahaan yang sahamnya tercatat di NYSE adalah J.P. Morgan Chase, Caterpillar, dan ExxonMobil. Ketiganya merupakan perusahaan besar yang telah memiliki peran penting dalam perkembangan industri dan perekonomian Amerika Serikat selama bertahun-tahun.

Berbeda dengan NYSE, Nasdaq merupakan bursa yang usianya jauh lebih muda karena baru didirikan pada tahun 1971. Bursa ini dikenal sebagai pasar saham pertama yang sepenuhnya menggunakan sistem elektronik untuk memfasilitasi perdagangan. Meskipun NYSE masih unggul dalam hal total kapitalisasi pasar, Nasdaq memiliki keunggulan dalam volume saham yang diperdagangkan. Sejalan dengan latar belakangnya sebagai platform perdagangan berbasis teknologi, Nasdaq sering dikaitkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan tinggi (*growth companies*), khususnya di sektor teknologi. Banyak perusahaan berkembang yang tercatat di Nasdaq pada awalnya memiliki skala usaha lebih kecil dibandingkan perusahaan besar yang terdaftar di NYSE. Namun, terdapat pula sejumlah pengecualian karena beberapa perusahaan teknologi berhasil berkembang menjadi perusahaan raksasa dunia. Apple, Alphabet, dan Amazon merupakan contoh perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan teknologi yang awalnya berkembang dapat tumbuh menjadi bisnis dengan nilai pasar yang sangat besar.

Salah satu alasan perusahaan berkembang memilih Nasdaq adalah biaya pencatatan saham yang relatif lebih rendah dibandingkan NYSE. Perbedaan biaya tersebut dapat menjadi pertimbangan penting, terutama bagi perusahaan yang masih berada dalam tahap pertumbuhan dan belum menghasilkan laba secara konsisten. Pada saat penulisan sumber, biaya awal untuk mencatatkan saham di NYSE dapat mencapai sekitar Rp 2,5 miliar. Sementara itu, biaya awal pencatatan di Nasdaq berada pada kisaran Rp 500 juta hingga Rp 750 juta. Setelah pencatatan awal, perusahaan juga harus membayar biaya tahunan yang besarannya bergantung pada jumlah saham yang tercatat serta sejumlah ketentuan lainnya. Secara umum, biaya tahunan di Nasdaq juga cenderung lebih terjangkau. Selain perbedaan biaya, kedua bursa tersebut memiliki sistem perdagangan yang berbeda. NYSE menggunakan mekanisme pasar lelang (*auction market*), sedangkan Nasdaq menerapkan sistem pasar dealer (*dealer's market*). Perbedaan inilah yang menjadi salah satu ciri utama dalam operasional kedua bursa tersebut.

Sistem pasar lelang yang diterapkan NYSE bekerja dengan mempertemukan pembeli dan penjual melalui proses penawaran harga, sebagaimana yang terjadi dalam kegiatan lelang barang antik atau barang koleksi. Dalam mekanisme ini, transaksi berlangsung ketika penjual dan pembeli mencapai kesepakatan harga, dengan proses perdagangan yang diawasi oleh pihak khusus. Di NYSE, pihak yang bertanggung jawab mengawasi kelancaran transaksi tersebut dahulu dikenal sebagai spesialis, tetapi sekarang disebut *designated market maker* (DMM). DMM memiliki tugas menjaga agar aktivitas perdagangan berlangsung secara tertib dan teratur. Ketika jumlah pembeli dan penjual berada dalam kondisi seimbang serta transaksi berjalan lancar, DMM dapat membiarkan kedua pihak melakukan perdagangan secara mandiri. Namun, ketika terjadi perubahan harga yang sangat cepat atau *volatility* meningkat, keseimbangan pasar dapat terganggu. Jika suatu saham mengalami kekurangan pembeli atau penjual, DMM dapat mengambil peran sebagai pihak yang membeli maupun menjual saham untuk membantu menjaga kelangsungan perdagangan.

Sementara itu, sistem pasar dealer yang digunakan Nasdaq memiliki mekanisme yang dapat dianalogikan dengan pusat penjualan kendaraan atau *dealership*. Sebuah dealer mobil,

misalnya, memiliki persediaan kendaraan yang dapat dibeli oleh pelanggan atau menerima kendaraan dari pihak yang ingin menjualnya. Dalam transaksi tersebut, pelanggan berhubungan langsung dengan dealer, bukan dengan pemilik kendaraan sebelumnya atau calon pembeli berikutnya. Mekanisme yang hampir serupa diterapkan dalam perdagangan saham di Nasdaq. Setiap saham memiliki dealer khusus yang menawarkan harga untuk membeli dan menjual saham tersebut. Dealer berfungsi sebagai *market maker*, yaitu pihak yang secara aktif menyediakan layanan pembelian dan penjualan untuk membantu mempertemukan kebutuhan para pelaku pasar. Pihak yang menjalankan peran ini biasanya merupakan perusahaan anggota atau peserta pasar, seperti perusahaan sekuritas dan bank. Agar saham suatu perusahaan dapat dicatatkan di Nasdaq, perusahaan tersebut diwajibkan memiliki setidaknya tiga dealer yang bersedia memperdagangkan sahamnya.

Walaupun menggunakan mekanisme yang berbeda, DMM di NYSE dan dealer di Nasdaq memiliki tujuan utama yang sama, yaitu menjaga agar perdagangan saham berlangsung secara tertib, lancar, dan teratur. Kedua sistem tersebut tidak dapat dinilai memiliki keunggulan mutlak satu sama lain karena masing-masing mempunyai mekanisme operasional tersendiri. Selain mengatur proses perdagangan, NYSE dan Nasdaq juga menetapkan sejumlah persyaratan bagi perusahaan yang ingin mencatatkan sahamnya. Perusahaan yang terdaftar diwajibkan menyampaikan laporan keuangan secara berkala, menyediakan laporan laba yang telah diaudit, serta memenuhi ketentuan modal minimum. Persyaratan tersebut bertujuan menjaga keterbukaan informasi dan memberikan dasar penilaian bagi investor dalam mengambil keputusan. Seiring perkembangan industri pasar modal, banyak bursa saham berukuran lebih kecil di Amerika Serikat mengalami konsolidasi. Sebagian besar aktivitas perdagangan kini terpusat pada dua bursa besar, yaitu NYSE dan Nasdaq, yang semakin memperkuat posisi keduanya dalam industri pasar modal Amerika.

Salah satu contoh konsolidasi bursa saham terjadi pada tahun 2018 ketika *Chicago Stock Exchange* diakuisisi oleh Intercontinental Exchange, perusahaan induk yang juga memiliki NYSE. Sementara itu, bursa saham Boston dan Philadelphia berada di bawah kepemilikan Nasdaq. Perkembangan tersebut menunjukkan bahwa industri bursa efek tidak hanya mengalami perubahan dari sisi teknologi dan mekanisme perdagangan, tetapi juga melalui penggabungan kepemilikan dan pengelolaan. Di luar Amerika Serikat, terdapat berbagai bursa efek besar yang memiliki peran penting dalam perdagangan saham global. Beberapa di antaranya adalah *London Stock Exchange* di Inggris, *Euronext* di kawasan Eropa, *Shanghai Stock Exchange* di Tiongkok, *Tokyo Stock Exchange* di Jepang, serta *Hong Kong Stock Exchange* di Hong Kong. Keberadaan berbagai bursa tersebut menunjukkan bahwa perdagangan saham berlangsung dalam jaringan pasar modal internasional yang saling terhubung. Setiap bursa memiliki karakteristik dan aturan masing-masing, tetapi seluruhnya berperan dalam mempertemukan perusahaan yang membutuhkan pendanaan dengan investor yang ingin mengembangkan modalnya.

10.1 EVOLUSI TEKNOLOGI DAN SISTEM PERDAGANGAN SAHAM

Perkembangan teknologi telah membawa perubahan besar terhadap cara pasar saham beroperasi dari masa ke masa. Bentuk awal perdagangan saham modern mulai berkembang di Amsterdam pada tahun 1611. Pada masa tersebut, *Dutch East India Company* atau Perusahaan Hindia Timur Belanda dikenal sebagai perusahaan publik pertama yang sahamnya diperdagangkan di bursa. Selama bertahun-tahun, perusahaan ini bahkan menjadi satu-satunya perusahaan yang aktif diperdagangkan. Hingga tahun 1800, jumlah saham yang diperjualbelikan di pusat-pusat perdagangan utama, seperti London, masih sangat terbatas. Aktivitas perdagangan saham pada masa itu juga berlangsung lambat dan membutuhkan biaya yang cukup besar. Proses administrasi masih dilakukan secara manual menggunakan pena bulu, sementara kertas sebagai media pencatatan tergolong mahal. Kondisi tersebut membuat kegiatan perdagangan saham belum dapat dilakukan secara cepat dan efisien seperti yang dikenal saat ini.

Perubahan mulai terlihat pada pertengahan abad ke-19 ketika kertas karbon dengan harga terjangkau, mesin tik, dan formulir cetak mulai digunakan dalam kegiatan administrasi. Berbagai teknologi tersebut membantu mempercepat proses pencatatan dan komunikasi dalam dunia bisnis. Pada tahun 1837, Samuel Morse memperkenalkan telegraf yang membawa perubahan besar dalam penyampaian informasi jarak jauh. Sekitar tiga puluh tahun kemudian, Thomas Edison memanfaatkan perkembangan teknologi komunikasi tersebut untuk menciptakan mesin *ticker* (*ticker machine*). Mesin ini berfungsi seperti alat pencetak khusus yang menampilkan kode saham (*ticker*) beserta harga terbarunya pada pita kertas tipis. Pita tersebut terus keluar dari mesin dan menumpuk di berbagai kantor pialang saham. Karena jumlahnya semakin banyak dan harus dibuang, pita kertas itu kemudian dimanfaatkan sebagai konfeti dalam parade. Kebiasaan tersebut melahirkan istilah *ticker tape parade*, yaitu parade yang menggunakan potongan pita kertas sebagai taburan perayaan.

Selama satu abad berikutnya, kemajuan teknologi terus mendorong terciptanya sistem perdagangan saham yang semakin cepat dan efisien. Memasuki paruh kedua abad ke-20, perkembangan komputer menjadi salah satu faktor penting yang mengubah cara bursa efek menjalankan aktivitasnya. Teknologi komunikasi memungkinkan informasi perdagangan disampaikan dengan kecepatan yang jauh lebih tinggi dibandingkan metode sebelumnya. Perubahan ini semakin terlihat sejak tahun 1970-an hingga 1990-an melalui munculnya jaringan komunikasi elektronik atau *Electronic Communication Network* (ECN). Pada awal perkembangannya, ECN berfungsi menyerupai papan pengumuman elektronik yang mempertemukan informasi dari pihak-pihak yang ingin membeli maupun menjual saham. Namun, ECN pada dasarnya bukan merupakan bursa efek resmi. Platform ini hanya menyediakan sarana bagi pelaku pasar untuk menyampaikan minat transaksi mereka, termasuk informasi mengenai saham yang ingin dibeli atau dijual. Kehadiran ECN memberikan alternatif baru dalam aktivitas perdagangan, terutama bagi investor yang membutuhkan cara komunikasi transaksi yang lebih praktis.

ECN memberikan manfaat besar bagi investor institusional yang biasanya melakukan transaksi saham dalam jumlah besar. Investor dengan pesanan bernilai besar sering kali tidak

ingin mengumumkan seluruh rencana transaksinya secara terbuka di bursa resmi karena informasi tersebut dapat diketahui oleh banyak pelaku pasar. Melalui ECN, mereka dapat menyampaikan minat untuk membeli atau menjual saham beserta ketentuan transaksi yang diinginkan tanpa harus memublikasikannya melalui mekanisme perdagangan bursa utama. Keunggulan tersebut membuat ECN semakin diminati sebagai alternatif oleh investor institusional. SEC (*Securities and Exchange Commission*) atau Komisi Sekuritas dan Bursa Amerika Serikat mengizinkan platform tersebut beroperasi dengan klasifikasi khusus sebagai ECN, yang berbeda dari status bursa efek. Namun, seiring meningkatnya penggunaan dan perkembangan teknologinya, fungsi ECN semakin menyerupai sistem perdagangan bursa saham. Kecepatan transaksi dan efisiensi biaya yang ditawarkan berhasil menarik banyak pengguna. Perkembangan ini kemudian membuat NYSE dan Nasdaq mulai melihat ECN sebagai pesaing yang semakin kuat dalam industri perdagangan saham.

10.2 PERDAGANGAN SAHAM OTC DAN RISIKO PINK SHEETS

Tidak semua perusahaan memiliki kemampuan untuk memenuhi persyaratan pencatatan saham (*listing*) di bursa efek resmi. Perusahaan yang umumnya berukuran lebih kecil dan memiliki tingkat risiko lebih tinggi dapat memperdagangkan sahamnya melalui mekanisme *over the counter* (OTC). Saham-saham yang diperdagangkan melalui jalur ini sering dikenal dengan istilah *pink sheets*. Berbeda dengan perdagangan di bursa terorganisasi seperti NYSE atau Nasdaq, transaksi saham OTC dilakukan secara langsung melalui jaringan dealer, bukan melalui satu bursa terpusat. Istilah *pink sheets* sendiri berasal dari kebiasaan lama ketika daftar saham yang diperdagangkan di pasar OTC dicetak menggunakan kertas berwarna merah muda (*pink*). Seiring perkembangan teknologi, daftar tersebut tidak lagi diterbitkan dalam bentuk cetak, melainkan tersedia secara elektronik. Saat ini, sistem pencatatan tersebut lebih dikenal dengan sebutan *OTC Pink*".

Sebagian besar saham yang diperdagangkan melalui *pink sheets* memiliki harga relatif rendah, biasanya di bawah Rp 50.000 per lembar saham. Bahkan, beberapa di antaranya dapat diperdagangkan dengan harga hanya satu sen, sehingga dikenal sebagai *penny stocks* atau saham sen. Meskipun harga yang murah dapat menarik minat investor, saham-saham tersebut memiliki karakteristik yang sangat spekulatif. Informasi mengenai kondisi perusahaan, laporan keuangan, maupun kegiatan operasionalnya terkadang tersedia dalam jumlah terbatas. Situasi ini membuat investor kesulitan menilai kualitas dan prospek perusahaan secara menyeluruh. Di satu sisi, peluang menemukan perusahaan yang memiliki potensi besar tetap terbuka. Namun, di sisi lain, terdapat risiko penipuan dan kemungkinan kehilangan seluruh dana yang diinvestasikan. SEC (*Securities and Exchange Commission*) bahkan memperingatkan bahwa saham *pink sheets* termasuk instrumen investasi dengan tingkat risiko tinggi karena keterbatasan regulasi dan pengawasan terhadap sekuritas yang diperdagangkan melalui pasar tersebut.

Untuk memahami mekanisme perdagangan saham OTC, bayangkan Anda mengunjungi sebuah dealer mobil yang terlihat kurang meyakinkan, tetapi menawarkan berbagai jenis mobil terkenal dengan harga murah. Alih-alih membeli mobil yang dipajang, Anda justru

menanyakan sebuah Mitsubishi Galant keluaran tahun 1992 yang kondisinya sudah tua. Penjual kemudian menjelaskan bahwa mobil tersebut memang tidak tersedia di tempatnya, tetapi ia mungkin mengenal seseorang yang memilikinya. Setelah melakukan panggilan telepon ke pihak lain penjual kembali dan menawarkan mobil tersebut dengan harga Rp 50 juta. Meskipun demikian, Anda tidak mengetahui secara pasti dari mana mobil itu diperoleh, apakah harga yang ditawarkan sesuai dengan kondisi sebenarnya, ataupun apakah kendaraan tersebut masih dapat digunakan dengan baik. Walaupun informasi yang tersedia sangat terbatas, Anda tetap memiliki kesempatan untuk membeli mobil tersebut.

Ilustrasi tersebut menggambarkan bagaimana perdagangan saham *pink sheets* dapat berlangsung. Investor tidak selalu memperoleh informasi yang lengkap mengenai perusahaan maupun pihak yang menawarkan sahamnya. Proses transaksi juga tidak berlangsung melalui sistem bursa terpusat yang memiliki mekanisme pengawasan dan keterbukaan seperti NYSE atau Nasdaq. Akibatnya, investor harus menghadapi ketidakpastian yang lebih besar ketika menentukan apakah suatu saham layak dibeli dan apakah harga yang ditawarkan mencerminkan nilai sebenarnya. Harga yang terlihat murah tidak otomatis menunjukkan bahwa saham tersebut merupakan peluang investasi yang menguntungkan. Tanpa informasi yang memadai, investor dapat mengalami kesulitan dalam mengukur risiko dan memastikan keamanan transaksinya. Oleh karena itu, saham *pink sheets* perlu dipandang sebagai instrumen investasi yang sangat spekulatif dan membutuhkan kehati-hatian tinggi sebelum seseorang memutuskan untuk menginvestasikan dananya.

10.3 DELISTING SAHAM DAN TRANSFORMASI PERDAGANGAN ELEKTRONIK

Dalam kondisi tertentu, perusahaan yang sebelumnya memiliki reputasi baik dan tercatat di bursa saham utama dapat mengalami kesulitan keuangan hingga tidak mampu mempertahankan kegiatan usahanya. Apabila perusahaan tidak lagi memenuhi ketentuan pencatatan yang ditetapkan oleh NYSE atau Nasdaq, sahamnya dapat dikeluarkan dari daftar perdagangan melalui proses yang disebut penghapusan pencatatan (*delisting*). Kondisi ini umumnya terjadi ketika perusahaan menghadapi tekanan keuangan yang serius, mengalami penurunan kinerja secara berkelanjutan, atau berada di ambang kebangkrutan. Setelah dikeluarkan dari bursa utama, saham perusahaan tersebut masih berpeluang diperdagangkan melalui pasar alternatif, salah satunya *Over-the-Counter Bulletin Board* (OTCBB). Dengan demikian, penghapusan pencatatan tidak selalu berarti saham perusahaan langsung berhenti diperdagangkan. Namun, perpindahan ke pasar OTC menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak lagi memenuhi standar yang diwajibkan oleh bursa utama.

OTCBB memiliki ketentuan yang berbeda dibandingkan dengan *pink sheets*. Perusahaan yang sahamnya diperdagangkan melalui OTCBB masih diwajibkan menyampaikan laporan kepada SEC serta memenuhi persyaratan pelaporan minimum yang ditetapkan oleh *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) dan OTCBB. Meskipun demikian, persyaratan tersebut relatif lebih ringan dibandingkan dengan ketentuan pencatatan di bursa nasional seperti NYSE dan Nasdaq. Apabila perusahaan menyatakan bangkrut, sahamnya berpotensi dialihkan ke OTCBB dan memperoleh tambahan huruf “Q” pada bagian akhir simbol sahamnya.

Contohnya terjadi pada General Motors yang mengajukan kebangkrutan pada 1 Juni 2009. Sehari setelahnya, tepatnya 2 Juni 2009, saham lama perusahaan tersebut dihapus dari daftar perdagangan NYSE. Saham yang sebelumnya menggunakan kode GM kemudian diperdagangkan melalui OTCBB dengan nama *Motors Liquidation Company* dan simbol saham GMGMQ.

Investor yang masih memiliki saham perusahaan yang telah dinyatakan bangkrut pada dasarnya memiliki dua pilihan, yaitu menjual saham tersebut atau mempertahankannya. Jika memilih menjual, investor kemungkinan harus menerima kerugian yang cukup besar karena harga saham biasanya telah mengalami penurunan tajam. Sebaliknya, apabila saham tetap disimpan, terdapat risiko bahwa nilainya akan terus merosot hingga mencapai nol dan akhirnya tidak lagi diperdagangkan. Meskipun demikian, selama proses kepailitan belum selesai, masih terdapat kemungkinan kecil bahwa perusahaan dapat menjalani reorganisasi dan kembali beroperasi dengan nilai bisnis yang lebih baik. Namun, mempertahankan saham perusahaan yang bangkrut merupakan keputusan dengan tingkat risiko yang sangat tinggi. Dalam banyak kasus, ketika perusahaan melakukan reorganisasi berdasarkan ketentuan hukum kepailitan, kreditur dan pihak pemberi pinjaman dapat mengambil alih kepemilikan perusahaan. Rencana reorganisasi tersebut juga sering kali membatalkan saham lama, sehingga kepemilikan investor sebelumnya tidak lagi memiliki nilai.

Kisah Pribadi: Perubahan Teknologi dalam Pasar Keuangan

Pasar keuangan telah mengalami perubahan teknologi yang sangat besar dalam kurun waktu beberapa dekade terakhir. Pada awal tahun 1800-an, para anggota *New York Stock Exchange* masih melakukan transaksi saham di kedai-kedai kopi yang berada di kawasan Lower Manhattan. Seiring meningkatnya aktivitas perdagangan, mereka kemudian menyewa sebuah ruangan di 40 Wall Street sebagai tempat berkumpul dan melakukan transaksi dua kali sehari. Pada masa itu, perdagangan hanya mencakup sekitar 30 jenis saham dan obligasi. Kondisi tersebut sangat berbeda dengan sistem perdagangan modern yang mampu memproses jutaan lembar saham dari ribuan perusahaan melalui jaringan elektronik dalam waktu yang sangat singkat. Perubahan luar biasa ini berlangsung hanya dalam kurun waktu sekitar dua abad. Perkembangan serupa juga terjadi pada pasar komoditas, yang secara bertahap beralih dari transaksi manual menuju sistem elektronik. Penulis menyaksikan secara langsung sebagian dari proses perubahan tersebut ketika bekerja di industri perdagangan komoditas.

Pada tahun 2005, penulis menjalani program magang di *New York Mercantile Exchange* (NYMEX), salah satu bursa berjangka komoditas utama di dunia. Saat itu, penulis berada di tengah area perdagangan berbentuk lingkaran yang dikenal sebagai *pit*, dengan mengenakan kacamata pelindung. Di sekelilingnya, para pedagang gas alam melakukan transaksi dengan suara keras sambil melemparkan kartu indeks. Mereka saling meneriakkan penawaran untuk membeli dan menjual komoditas hingga tercapai kesepakatan. Sistem perdagangan yang mengandalkan komunikasi langsung tersebut dikenal sebagai *open outcry*. Setelah pembeli dan penjual mencapai kesepakatan secara lisan, informasi transaksi ditulis secara manual pada kartu kertas. Kartu tersebut kemudian dilemparkan kepada petugas yang berada di tengah area perdagangan, termasuk penulis. Tugas penulis adalah memberikan cap waktu pada setiap

kartu transaksi sebelum menyerahkannya kepada bagian yang bertanggung jawab untuk memproses informasi tersebut.

Selain petugas pencatat transaksi, terdapat pula posisi *runner* atau kurir yang memiliki tanggung jawab penting dalam proses perdagangan. Mereka bertugas mengambil kartu yang telah diberi cap waktu, kemudian membawanya secara langsung kepada tim operasional di kantor belakang (*back office*) untuk menjalani proses penyelesaian transaksi (*clearing*). Namun, perubahan teknologi berlangsung begitu cepat. Menjelang tahun 2009, hanya sekitar empat tahun sejak penulis pertama kali bekerja di NYMEX, suasana perdagangan yang sebelumnya ramai dengan teriakan para pedagang mulai menghilang. Lantai perdagangan atau *floor* yang dahulu dipenuhi aktivitas transaksi berubah menjadi tempat yang kosong dan sunyi. Seluruh kegiatan perdagangan mulai beralih ke komputer sehingga para pedagang tidak lagi harus hadir secara fisik di bursa. Sebagian pedagang yang sebelumnya bekerja di lantai bursa kemudian melanjutkan aktivitas dari rumah, sebagian lainnya memilih menyewa kantor sendiri, sedangkan beberapa orang memutuskan untuk berhenti berdagang. Perubahan tersebut menandai berakhirnya suatu era perdagangan konvensional sekaligus dimulainya era perdagangan elektronik. NYMEX secara resmi menutup lantai perdagangannya pada akhir tahun 2016 dan hingga kini tetap beroperasi melalui sistem elektronik di bawah kepemilikan CME Group.

10.4 MEKANISME PERDAGANGAN ALTERNATIF, DARK POOL, DAN INVESTOR INSTITUSIONAL

Perdagangan saham tidak harus selalu dilakukan melalui bursa efek utama seperti NYSE atau Nasdaq. Selama memenuhi ketentuan yang berlaku, transaksi saham dapat berlangsung melalui berbagai sarana perdagangan alternatif. Kebebasan tersebut mendorong berkembangnya jaringan komunikasi elektronik atau *Electronic Communication Network* (ECN) sebagai bagian dari sistem *Alternative Trading System* (ATS). Selain itu, perkembangan pasar alternatif juga melahirkan mekanisme perdagangan yang dikenal dengan istilah *dark pool*. Kehadiran fasilitas-fasilitas tersebut memberikan pilihan tambahan bagi investor dalam melakukan transaksi, terutama bagi pihak yang ingin memperdagangkan saham dalam jumlah besar. Meskipun tidak beroperasi seperti bursa saham konvensional, sarana perdagangan alternatif tetap memiliki fungsi penting dalam ekosistem pasar modal. Salah satu karakteristik yang membedakan *dark pool* dari bursa terbuka adalah kemampuannya menjaga kerahasiaan informasi transaksi sebelum perdagangan diselesaikan.

Dark pool merupakan fasilitas perdagangan keuangan yang dikelola secara privat untuk memperjualbelikan berbagai jenis sekuritas. Istilah tersebut mungkin memberikan kesan bahwa aktivitas di dalamnya bersifat ilegal atau menyerupai pasar gelap. Padahal, *dark pool* merupakan fasilitas perdagangan yang berada di bawah pengawasan SEC (*Securities and Exchange Commission*). Keistimewaan utamanya terletak pada sistem transaksi yang bersifat tertutup dan anonim bagi masyarakat umum. Artinya, pihak luar tidak dapat mengetahui secara langsung siapa yang sedang mengajukan pesanan beli maupun jual melalui fasilitas tersebut. Kerahasiaan ini menjadi penting, terutama bagi investor institusional yang

melakukan transaksi dalam jumlah besar. Mereka perlu menjaga agar rencana perdagangan tidak diketahui lebih awal oleh pelaku pasar lainnya. Jika informasi mengenai transaksi besar tersebar sebelum pelaksanaannya, kondisi tersebut berpotensi memengaruhi harga saham dan merugikan pihak yang melakukan transaksi.

Bagi investor berskala besar, keputusan membeli atau menjual saham dalam jumlah tertentu dapat memberikan pengaruh terhadap pergerakan harga di pasar. Sebagai contoh, sebuah dana pensiun besar yang berencana menjual saham Starbucks (SBUX) senilai Rp 10 triliun dapat menimbulkan tekanan jual yang cukup kuat. Pesanan transaksi dalam jumlah besar seperti ini dikenal sebagai *block trade* atau perdagangan blok saham. Masalahnya, tidak selalu tersedia pembeli yang mampu menyerap seluruh saham dalam jumlah sebesar itu. Jika dana pensiun tersebut mengumumkan pesanan jualnya melalui bursa terbuka, informasi tersebut dapat diketahui oleh berbagai pelaku pasar. Trader lain mungkin akan melakukan *front-running*, yaitu mendahului transaksi besar dengan menjual saham yang mereka miliki sebelum pesanan tersebut terlaksana. Tindakan ini berpotensi meningkatkan tekanan jual dan membuat harga saham turun, sehingga dana pensiun tersebut mungkin tidak memperoleh harga penjualan terbaik.

Untuk menghindari risiko tersebut, dana pensiun dapat menggunakan *dark pool* guna mencari calon pembeli secara anonim. Melalui mekanisme ini, pihak yang ingin menjual saham dalam jumlah besar dapat menjajaki minat pasar tanpa harus mengumumkan rencana transaksinya kepada publik. Dengan demikian, mereka memiliki peluang untuk menemukan pembeli tanpa menimbulkan perubahan harga yang tidak diinginkan akibat informasi pesanan yang tersebar lebih awal. Apabila pembeli berhasil ditemukan dan transaksi diselesaikan melalui *dark pool*, informasi mengenai perdagangan tersebut tetap harus dilaporkan setelah transaksi berlangsung sesuai ketentuan yang berlaku. Namun, karena transaksi telah selesai sebelum informasi dipublikasikan, pelaku pasar lain tidak lagi memiliki kesempatan untuk mendahului pesanan tersebut. Mekanisme ini memberikan perlindungan tertentu bagi investor besar yang ingin menjaga kerahasiaan strategi perdagangannya. Dengan kata lain, *dark pool* membantu mengurangi risiko perubahan harga yang dapat muncul ketika pesanan berukuran besar diketahui oleh pasar sebelum dilaksanakan.

Aktivitas investor besar sering menjadi perhatian pelaku pasar karena keputusan mereka dapat digunakan sebagai salah satu indikator untuk membaca sentimen investasi. Sebagai contoh, ketika investor terkenal seperti Warren Buffett menjual saham suatu perusahaan, sebagian pelaku pasar mungkin menafsirkan keputusan tersebut sebagai tanda berkurangnya keyakinan terhadap prospek bisnis perusahaan. Informasi penjualan yang diumumkan kepada publik kemudian dapat memengaruhi keputusan investor lain dan berpotensi mendorong penurunan harga saham. Sebaliknya, ketika investor besar mengambil kepemilikan baru pada suatu perusahaan, tindakan tersebut dapat dipandang sebagai bentuk kepercayaan terhadap prospek bisnisnya. Pandangan positif ini berpotensi meningkatkan minat beli dan mendorong kenaikan harga saham. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa keputusan investor berpengaruh besar dapat memengaruhi perilaku pasar, baik secara langsung maupun melalui persepsi investor lainnya. Oleh karena itu, menjaga anonimitas

menjadi salah satu kebutuhan penting bagi investor besar yang tidak ingin aktivitas transaksinya memengaruhi harga sebelum perdagangan selesai.

Memantau Investor Besar: Laporan Kepemilikan 13F

Untuk memahami laporan kepemilikan investor besar, bayangkan seorang siswa paling pintar di kelas diwajibkan membagikan seluruh jawaban ujiannya kepada teman-temannya. Informasi tersebut tentu sangat bermanfaat apabila dibagikan ketika ujian masih berlangsung, karena siswa lain dapat menggunakannya sebagai bahan pertimbangan. Namun, manfaatnya akan jauh berkurang jika jawaban baru dibagikan setelah ujian selesai. Gambaran tersebut kurang lebih mencerminkan cara investor memandang laporan 13F. SEC mewajibkan investor institusional yang memiliki aset kelolaan (*assets under management* atau AUM) sekurang-kurangnya Rp 1 triliun, untuk mengungkapkan kepemilikan saham mereka setiap kuartal melalui Formulir 13F. Ketentuan ini memungkinkan masyarakat mengetahui sebagian informasi mengenai portofolio investasi lembaga-lembaga besar. Dengan demikian, investor individu dapat mempelajari keputusan yang diambil oleh para pengelola dana profesional sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam menyusun strategi investasi.

Investor institusional diwajibkan menyampaikan Formulir 13F paling lambat 45 hari setelah berakhirnya setiap kuartal kalender. Banyak pengelola dana memanfaatkan batas waktu tersebut untuk menunda pengungkapan informasi selama mungkin, sehingga strategi investasi mereka tidak langsung diketahui publik. Meskipun laporan ini memberikan gambaran mengenai langkah yang diambil oleh investor berpengalaman atau *smart money*, informasi yang disajikan sering kali sudah tidak sepenuhnya mencerminkan kondisi terkini. Hal ini karena data tersebut dapat menggambarkan posisi investasi yang telah dilakukan lebih dari empat bulan sebelumnya. Dalam periode tersebut, *hedge fund* yang aktif melakukan perdagangan mungkin sudah menjual saham tertentu atau mengubah strategi portofolionya sebelum masyarakat mengetahui posisi sebelumnya. Oleh sebab itu, laporan 13F cenderung lebih bermanfaat bagi investor dengan strategi *long-only*, yaitu investor yang berfokus membeli dan mempertahankan saham dalam jangka panjang, bahkan selama beberapa tahun.

Meskipun menawarkan manfaat bagi investor institusional, keberadaan *dark pool* juga menimbulkan sejumlah kekhawatiran di kalangan pelaku pasar dan regulator. Salah satu persoalan yang sering dibahas adalah berkurangnya likuiditas yang dapat diamati secara langsung melalui bursa terbuka. Ketika banyak transaksi besar berlangsung di fasilitas tertutup, informasi yang terlihat di bursa utama tidak selalu menggambarkan seluruh aktivitas perdagangan yang sebenarnya terjadi. Selain itu, muncul kekhawatiran bahwa perusahaan perdagangan frekuensi tinggi (*high-frequency trading*) dapat memanfaatkan perbedaan harga antara *dark pool* dan bursa efek lainnya. Aktivitas ini menggunakan algoritma serta jaringan internet berkecepatan tinggi untuk menganalisis kondisi pasar dan menempatkan pesanan dalam waktu yang sangat singkat. Kemampuan tersebut memungkinkan sistem komputer merespons perubahan pasar jauh lebih cepat dibandingkan manusia. Dalam kondisi tertentu, perusahaan perdagangan frekuensi tinggi secara teoretis dapat mendeteksi pesanan beli yang sedang diajukan investor, membeli saham tersebut lebih dahulu, kemudian menjualnya kembali kepada investor awal dengan harga sedikit lebih tinggi.

Praktik tersebut dapat dijelaskan melalui ilustrasi sederhana. Bayangkan kita sedang duduk bersama di meja makan dan hanya tersisa satu potong piza. Ketika saya melihat Anda hendak mengambil potongan terakhir tersebut, saya segera mengambilnya lebih dahulu. Setelah itu, saya menawarkan potongan piza tersebut kepada Anda dengan syarat Anda harus memberikan sebagian keripik kentang milik Anda sebagai imbalannya. Gambaran ini menjelaskan prinsip dasar *front-running*, yaitu tindakan mendahului pesanan pihak lain untuk memperoleh keuntungan dari transaksi yang akan dilakukan. Namun, perusahaan perdagangan frekuensi tinggi memiliki pandangan berbeda mengenai peran mereka di pasar. Mereka berpendapat bahwa aktivitasnya membantu menyediakan likuiditas, mempercepat penyelesaian pesanan, serta meningkatkan persaingan dalam pelaksanaan transaksi. Kondisi tersebut diklaim dapat memberikan manfaat bagi investor individu maupun institusional melalui proses perdagangan yang lebih efisien. Meskipun demikian, dampak dan praktik perdagangan frekuensi tinggi tetap menjadi bahan perdebatan di kalangan regulator. Setelah memahami berbagai tempat dan fasilitas yang digunakan untuk memperdagangkan saham, pembahasan berikutnya akan berfokus pada mekanisme transaksi saham, termasuk tahapan dan istilah yang digunakan dalam kegiatan jual beli di pasar modal.

BAB 11
MEKANISME TRANSAKSI SAHAM

Pasar petani merupakan tempat bertemunya penjual dan pembeli untuk melakukan transaksi berbagai kebutuhan, seperti roti, telur, dan sayuran. Setiap penjual menawarkan barang dengan harga yang telah ditentukan, sementara pembeli memiliki batas kemampuan dan kesediaan masing-masing dalam mengeluarkan uang. Proses pembentukan harga dapat berlangsung melalui tawar-menawar secara langsung maupun melalui penyesuaian harga yang dilakukan penjual berdasarkan respons pembeli. Apabila kedua belah pihak mencapai kesepakatan mengenai harga suatu barang, transaksi dapat dilaksanakan. Setelah pembayaran dilakukan, kepemilikan barang berpindah dari penjual kepada pembeli. Mekanisme sederhana tersebut menunjukkan bagaimana permintaan dan penawaran saling berinteraksi dalam menentukan harga. Meskipun terlihat sederhana, proses ini menjadi gambaran dasar dari kegiatan perdagangan yang juga berlangsung di pasar saham. Dengan demikian, prinsip utama perdagangan saham sebenarnya tidak jauh berbeda dari transaksi jual beli yang terjadi di pasar pada umumnya.

Pada prinsipnya, perdagangan saham berlangsung dengan mekanisme yang serupa, yaitu mempertemukan pihak yang ingin membeli dengan pihak yang ingin menjual. Namun, pengelolaan bursa saham jauh lebih rumit dibandingkan dengan pasar petani karena melibatkan berbagai aspek, mulai dari operasional, kepatuhan terhadap peraturan, ketentuan hukum, hingga dukungan teknologi. Meskipun demikian, tujuan akhirnya tetap sama, yakni memastikan pembeli dan penjual dapat bertemu secara efisien sehingga transaksi dapat terlaksana. Dalam perdagangan saham, pesanan untuk membeli dikenal dengan istilah *bid*, sedangkan pesanan untuk menjual disebut *ask*. Kedua istilah tersebut menggambarkan harga yang ditawarkan oleh masing-masing pihak dalam suatu transaksi. Mekanisme ini dapat dianalogikan dengan proses jual beli rumah, ketika penjual terlebih dahulu menentukan harga yang diinginkan, kemudian calon pembeli mengajukan penawaran sesuai dengan kemampuannya. Apabila harga yang ditawarkan pembeli sesuai dengan harga yang diminta penjual, kesepakatan dapat tercapai. Pada saat itulah transaksi saham terjadi dan kepemilikan saham berpindah kepada pembeli.

Sebelum layanan pialang daring (*online brokerage*) berkembang, investor harus menghubungi perusahaan pialang melalui telepon setiap kali ingin membeli atau menjual saham. Investor kemudian menyampaikan instruksi transaksi kepada pialang untuk diproses sesuai dengan permintaan yang diberikan. Sebagai imbalan atas layanan tersebut, perusahaan pialang biasanya membebankan komisi yang relatif tinggi kepada nasabah. Kondisi tersebut membuat proses perdagangan saham membutuhkan biaya tambahan dan tidak selalu praktis bagi investor. Namun, perkembangan internet serta meningkatnya persaingan di industri keuangan telah mengubah cara investor melakukan transaksi. Saat ini, investor dapat menggunakan layanan pialang daring untuk memasukkan perintah beli maupun jual secara mandiri melalui situs web atau aplikasi. Proses tersebut menjadi jauh lebih mudah karena tidak

lagi mengharuskan investor berkomunikasi langsung dengan pialang setiap kali melakukan transaksi. Bahkan, sejumlah perusahaan pialang daring terkemuka telah menawarkan fasilitas perdagangan tanpa komisi untuk setiap transaksi. Kemudahan ini membuat akses terhadap pasar saham semakin terbuka bagi berbagai kalangan investor.

Tidak Ada yang Benar-Benar Gratis: Pialang Tanpa Komisi

Meskipun menawarkan transaksi tanpa komisi, perusahaan pialang daring tentu tetap memiliki cara untuk memperoleh pendapatan. Salah satu sumber penghasilan yang umum digunakan adalah mekanisme *payment for order flow* atau pembayaran untuk aliran pesanan. Sistem ini terjadi ketika perusahaan pialang menjalin kerja sama dengan pihak ketiga untuk mengarahkan pesanan transaksi milik nasabah kepada pihak tersebut. Sebagai imbalannya, perusahaan pialang menerima pembayaran atau biaya tertentu yang biasanya dihitung berdasarkan volume transaksi yang disalurkan. Dengan demikian, transaksi yang terlihat gratis bagi nasabah sebenarnya dapat memberikan keuntungan finansial bagi perusahaan pialang melalui jalur lain. Pihak ketiga bersedia membayar untuk memperoleh aliran pesanan karena mereka dapat memanfaatkan transaksi tersebut untuk mendapatkan keuntungan dari selisih harga. Praktik ini berkaitan erat dengan keberadaan *dark pool* atau tempat perdagangan tertutup yang telah dibahas pada bab sebelumnya. Melalui mekanisme tersebut, pesanan investor dapat dialihkan ke pihak tertentu tanpa harus selalu diproses secara langsung melalui bursa saham utama. Oleh karena itu, penting bagi investor untuk memahami bagaimana pesanan mereka diproses meskipun tidak dikenakan komisi secara langsung.

Ketika investor mengajukan perintah pembelian saham melalui perusahaan pialang daring, seperti TD Ameritrade atau Robinhood, pesanan tersebut tidak selalu dikirimkan ke bursa utama, misalnya Nasdaq atau NYSE, untuk dipertemukan dengan penjual. Dalam sejumlah kasus, perusahaan pialang tanpa komisi justru meneruskan pesanan nasabah kepada pihak grosir (*wholesaler*) yang beroperasi melalui *dark pool*. Pihak grosir tersebut kemudian memproses pesanan dengan menawarkan harga tertentu kepada investor. Harga yang diberikan mungkin cukup kompetitif, tetapi belum tentu merupakan harga paling menguntungkan yang tersedia di pasar. Dalam proses ini, pihak grosir dapat memperoleh keuntungan dari selisih antara harga rata-rata ketika mereka membeli saham dan harga rata-rata ketika mereka menjualnya. Selisih keuntungan tersebut mungkin hanya bernilai beberapa sen untuk setiap lembar saham. Namun, apabila pihak grosir menangani jutaan transaksi dalam jumlah besar, keuntungan kecil dari setiap transaksi dapat terakumulasi menjadi pendapatan yang signifikan. Mekanisme inilah yang memungkinkan pihak grosir memperoleh keuntungan sekaligus memberikan pembayaran kepada perusahaan pialang yang mengarahkan pesanan nasabah kepada mereka.

Oleh karena itu, meskipun layanan pialang tanpa komisi terlihat lebih menguntungkan, investor tetap perlu memperhatikan kemungkinan adanya biaya tidak langsung dalam setiap transaksi. Biaya tersebut dapat muncul dalam bentuk harga pembelian saham yang sedikit lebih tinggi atau harga penjualan yang sedikit lebih rendah dibandingkan dengan harga terbaik yang sebenarnya tersedia. Selain itu, perusahaan pialang yang memperoleh pendapatan melalui *payment for order flow* memiliki kepentingan finansial untuk meningkatkan jumlah

transaksi nasabah. Kondisi ini dapat mendorong munculnya berbagai strategi pemasaran yang membuat investor semakin sering melakukan aktivitas jual beli saham. Padahal, terlalu sering melakukan transaksi atau *overtrading* justru berpotensi menurunkan hasil investasi, terutama bagi investor yang belum memiliki kemampuan dan strategi perdagangan yang matang. Aktivitas perdagangan yang berlebihan juga dapat membuat investor mengambil keputusan secara terburu-buru tanpa mempertimbangkan tujuan investasinya. Oleh sebab itu, investor perlu bersikap kritis terhadap berbagai fitur *gamification* atau gimik dalam aplikasi pialang yang dirancang untuk meningkatkan frekuensi transaksi. Kemudahan dan fasilitas tanpa komisi sebaiknya tidak menjadi alasan untuk terus-menerus membeli atau menjual saham tanpa pertimbangan yang jelas.

11.1 PROSEDUR DAN JENIS PESANAN SAHAM

Ketika mengunjungi kios apel di pasar petani dan menemukan papan harga yang menunjukkan bahwa satu buah apel dijual seharga Rp 20.000, terdapat dua pilihan yang dapat dilakukan. Pilihan pertama adalah langsung membayar sesuai harga yang ditetapkan penjual, kemudian mengambil apel tersebut. Pilihan kedua adalah mencoba melakukan tawar-menawar dengan menawarkan harga yang lebih rendah, misalnya Rp 17.500. Setelah penawaran disampaikan, penjual dapat menerima atau menolaknya sesuai dengan pertimbangannya. Situasi sederhana ini sebenarnya menggambarkan proses yang juga terjadi ketika seseorang melakukan transaksi saham. Investor dapat membeli saham sesuai harga yang tersedia di pasar atau mengajukan penawaran pada harga tertentu. Namun, dalam perdagangan saham terdapat sejumlah istilah khusus yang perlu dipahami agar proses transaksi dapat dilakukan dengan benar. Untuk memahami mekanisme tersebut, pembahasan berikut akan menguraikan tahapan mengajukan pesanan melalui layanan pialang daring (*online broker*). Walaupun tampilan aplikasi setiap perusahaan pialang mungkin berbeda, prinsip dan tahapan dasar dalam melakukan transaksi pada umumnya tetap sama.

Pada halaman utama layanan pialang daring yang digunakan sebagai contoh, tersedia menu bertuliskan *Trade* atau transaksi. Menu tersebut akan mengarahkan pengguna menuju halaman pemesanan saham, tempat investor dapat memasukkan instruksi untuk membeli maupun menjual saham. Dalam halaman tersebut terdapat enam kolom utama yang perlu diisi sebelum pesanan dikirimkan. Setiap kolom memiliki fungsi berbeda dan berkaitan dengan informasi transaksi yang ingin dilakukan. Meskipun pada awalnya jumlah kolom tersebut mungkin terlihat cukup banyak, sebenarnya proses pengisiannya tidak terlalu rumit. Setelah memahami fungsi masing-masing bagian, investor dapat menyelesaikan pemesanan hanya dalam waktu singkat. Ketelitian tetap diperlukan karena kesalahan dalam memasukkan informasi dapat menyebabkan transaksi tidak sesuai dengan tujuan. Oleh sebab itu, memahami setiap bagian pada halaman pemesanan menjadi langkah penting sebelum mulai melakukan perdagangan saham. Enam kolom tersebut mencakup tindakan, simbol saham, kuantitas, jenis pesanan, harga, dan masa berlaku pesanan.

Tindakan (*Action*)

Kolom pertama pada halaman pemesanan disebut *Action* atau tindakan. Bagian ini digunakan untuk menentukan jenis aktivitas yang ingin dilakukan investor terhadap saham tertentu. Biasanya, tersedia menu pilihan (*dropdown*) yang berisi empat opsi, yaitu *Buy* (beli), *Sell* (jual), *Buy to Cover* (beli untuk menutup posisi), dan *Sell Short* (jual kosong). Pilihan *Buy* digunakan ketika investor ingin membeli saham, sedangkan *Sell* dipilih ketika investor bermaksud menjual saham yang dimilikinya. Kedua pilihan tersebut merupakan jenis transaksi yang paling umum digunakan oleh investor, khususnya mereka yang berorientasi pada investasi jangka panjang. Sementara itu, *Buy to Cover* dan *Sell Short* berkaitan dengan strategi *short selling*, yaitu kegiatan perdagangan yang dilakukan dengan memperkirakan bahwa harga suatu saham akan mengalami penurunan. Strategi tersebut memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan transaksi beli dan jual biasa. Pembahasan mengenai praktik tersebut telah diperkenalkan pada Bab 5. Dalam contoh transaksi yang digunakan, tujuan investor adalah membeli saham sehingga pilihan yang harus ditentukan pada kolom ini adalah *Buy.*

Simbol (*Symbol*)

Kolom kedua adalah *Symbol* atau simbol saham, yaitu bagian yang digunakan untuk menentukan perusahaan mana yang sahamnya ingin diperdagangkan. Investor perlu memasukkan kode khusus yang dikenal sebagai *ticker symbol* atau kode saham. Setiap perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di bursa memiliki simbol tertentu yang berfungsi sebagai identitas dalam sistem perdagangan. Sebagaimana telah dijelaskan pada Bab 4, kode tersebut biasanya memiliki hubungan dengan nama perusahaan agar lebih mudah dikenali. Sebagai contoh, Spotify menggunakan kode SPOT, J.P. Morgan menggunakan JPM, sedangkan Dollar General menggunakan DG. Dalam ilustrasi ini, saham yang akan dibeli adalah saham Apple dengan kode AAPL. Setelah kode tersebut dimasukkan ke dalam kolom simbol, sistem pialang akan menampilkan informasi harga saham secara langsung atau *real-time*. Informasi yang muncul dalam contoh menunjukkan harga penawaran beli (*bid*) sebesar Rp 1.510.700 per lembar. Sementara itu, harga penawaran jual (*ask*) tercatat sebesar Rp1.510.900 per lembar saham. Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa terdapat pihak yang bersedia membeli pada harga pertama dan pihak lain yang bersedia menjual pada harga kedua.

Harga *bid* dan *ask* memiliki peran penting dalam menentukan berlangsungnya transaksi saham. *Bid* merupakan harga tertinggi yang bersedia dibayarkan oleh calon pembeli, sedangkan *ask* merupakan harga terendah yang bersedia diterima oleh pihak penjual. Kedua harga tersebut mencerminkan kesediaan masing-masing pelaku pasar dalam melakukan transaksi pada waktu tertentu. Selisih antara harga *bid* dan *ask* dikenal dengan istilah *spread*. Besarnya *spread* dapat memberikan gambaran mengenai kondisi perdagangan dan tingkat likuiditas suatu saham. Pada saham perusahaan besar yang memiliki aktivitas perdagangan tinggi, selisih harga tersebut umumnya relatif kecil. Sebagai contoh, saham Apple dalam ilustrasi sebelumnya hanya memiliki perbedaan harga sebesar Rp 200 per lembar. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa pembeli dan penjual memiliki penawaran harga yang cukup berdekatan. Sebaliknya, saham perusahaan yang berukuran lebih kecil dan jarang diperdagangkan biasanya memiliki *spread* yang lebih lebar. Oleh karena itu, investor perlu

memperhatikan selisih harga tersebut sebelum memutuskan untuk membeli atau menjual saham.

Kuantitas (*Quantity*)

Kolom ketiga adalah *Quantity* atau kuantitas, yang digunakan untuk menentukan jumlah lembar saham yang ingin dibeli maupun dijual. Pada bagian ini, investor harus memasukkan jumlah saham sesuai dengan rencana transaksi dan dana yang tersedia. Sebagai ilustrasi, investor ingin menanamkan dana sekitar Rp 6 juta untuk membeli saham Apple. Berdasarkan informasi harga yang tersedia, penjual menawarkan saham tersebut pada harga Rp 1.510.900 per lembar. Dengan jumlah dana tersebut, investor dapat membeli empat lembar saham Apple. Jika dihitung berdasarkan harga penawaran jual, total biaya untuk memperoleh empat lembar saham adalah Rp 6.043.600. Nilai tersebut sedikit lebih besar daripada target dana awal, tetapi masih cukup mendekati jumlah yang direncanakan. Oleh karena itu, investor memasukkan angka empat pada kolom kuantitas sebagai jumlah saham yang ingin dibeli. Contoh ini memperlihatkan bahwa jumlah lembar saham yang dibeli perlu disesuaikan dengan harga pasar dan anggaran investasi. Dengan memperhitungkan kedua hal tersebut, investor dapat menentukan jumlah pembelian secara lebih terencana.

Fitur Terkini: Saham Fraksional (*Fractional Shares*)

Seiring berkembangnya layanan investasi digital, beberapa perusahaan pialang mulai menyediakan fasilitas perdagangan saham fraksional atau *fractional shares*. Fitur ini memungkinkan investor membeli maupun menjual saham dalam jumlah kurang dari satu lembar penuh. Dengan demikian, investor tidak harus selalu menyediakan dana yang cukup untuk membeli satu lembar saham secara utuh. Sebagai contoh, apabila layanan pialang yang digunakan menyediakan fasilitas tersebut dan investor ingin mengalokasikan dana tepat sebesar Rp6.000.000 untuk membeli saham Apple, pesanan dapat dimasukkan berdasarkan nilai uang yang ingin diinvestasikan. Dengan harga saham sekitar Rp 1.510.900 per lembar, dana tersebut akan menghasilkan kepemilikan sekitar 3,7 lembar saham. Jumlah ini berbeda dari pembelian biasa yang mengharuskan investor membeli empat lembar penuh. Meskipun jumlah kepemilikannya tidak mencapai satu lembar utuh dalam setiap bagian, investor tetap memperoleh manfaat dari perubahan harga saham sesuai persentase kepemilikannya. Artinya, apabila harga saham mengalami kenaikan atau penurunan dalam persentase tertentu, nilai investasi fraksional juga akan berubah mengikuti persentase tersebut. Fasilitas ini memberikan kesempatan kepada investor dengan modal terbatas untuk memiliki bagian dari perusahaan yang sahamnya memiliki harga relatif tinggi.

Kepemilikan saham fraksional juga memungkinkan investor memperoleh dividen sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki. Dividen merupakan pembagian keuntungan perusahaan kepada para pemegang saham berdasarkan ketentuan yang berlaku. Sebagai gambaran, apabila perusahaan membagikan dividen sebesar Rp 20.000 a untuk setiap lembar saham, investor yang memiliki setengah lembar saham akan menerima sekitar Rp 10.000. Dengan demikian, hak atas pembagian dividen tetap disesuaikan dengan proporsi kepemilikan saham. Fitur ini sangat membantu investor kecil yang ingin berinvestasi pada perusahaan tertentu tanpa harus menyediakan dana untuk membeli satu lembar saham penuh. Namun,

kepemilikan saham fraksional juga memiliki beberapa keterbatasan yang perlu diperhatikan. Salah satunya adalah kemungkinan tidak tersedianya hak suara bagi pemilik saham dalam jumlah pecahan. Selain itu, setiap perusahaan pialang dapat menerapkan ketentuan yang berbeda mengenai mekanisme transaksi, biaya layanan, dan komisi. Oleh sebab itu, investor sebaiknya mempelajari aturan yang berlaku sebelum menggunakan fasilitas tersebut. Langkah ini penting agar kemudahan membeli saham dalam jumlah pecahan tidak justru menimbulkan pengeluaran tambahan yang sebenarnya dapat dihindari.

Jenis Pesanan (*Order Type*)

Kolom keempat adalah *Order Type* atau jenis pesanan, yang menentukan bagaimana instruksi pembelian maupun penjualan saham akan dilaksanakan. Bagian ini dapat dipahami melalui perumpamaan transaksi di kios apel pada pasar petani. Ketika ingin membeli apel, seseorang dapat langsung membayar sesuai harga yang ditawarkan atau mencoba menawar dengan harga yang lebih rendah. Prinsip serupa berlaku dalam perdagangan saham melalui dua jenis pesanan yang umum digunakan, yaitu *market order* dan *limit order*. *Market order* merupakan instruksi untuk membeli atau menjual saham berdasarkan harga terbaik yang tersedia di pasar ketika pesanan diproses. Dengan menggunakan jenis pesanan ini, investor tidak menetapkan harga tertentu yang harus dipenuhi sebelum transaksi dilakukan. Sebagai contoh, apabila harga penawaran jual saham Apple berada pada Rp 1.510.900 per lembar, investor yang menggunakan *market order* akan membeli saham berdasarkan harga yang tersedia tersebut. Artinya, investor bersedia menerima harga pasar agar transaksi dapat segera dilaksanakan. Jenis pesanan ini umumnya digunakan ketika kecepatan pelaksanaan transaksi lebih diutamakan daripada memperoleh harga tertentu.

Untuk saham perusahaan besar seperti Apple, selisih antara harga beli dan harga jual (*bid-ask spread*) biasanya sangat kecil sehingga investor tidak selalu perlu melakukan penawaran harga secara khusus. Dalam contoh sebelumnya, perbedaan kedua harga tersebut hanya sebesar Rp 200 per lembar saham. Bagi investor yang berorientasi pada kepemilikan jangka panjang, *market order* dapat menjadi pilihan selama selisih harga yang tersedia masih dianggap wajar. Saham perusahaan besar yang aktif diperdagangkan umumnya memiliki *spread* yang relatif kecil sehingga biaya akibat perbedaan harga tidak terlalu besar. Namun, investor yang ingin memperoleh harga lebih menguntungkan dapat menggunakan *limit order* atau pesanan dengan batas harga. Melalui jenis pesanan ini, investor dapat menentukan harga maksimum ketika membeli atau harga minimum ketika menjual saham. Dengan kata lain, investor memiliki kendali lebih besar terhadap harga yang bersedia diterima dalam suatu transaksi. Sebagai contoh, meskipun saham Apple ditawarkan pada harga Rp 1.510.900, investor mungkin hanya bersedia membelinya jika harga turun menjadi Rp 1.505.000 per lembar. Dalam kondisi tersebut, *limit order* dapat digunakan untuk menyampaikan batas harga yang diinginkan.

Apabila investor mengajukan *limit order* untuk membeli empat lembar saham Apple pada harga Rp 1.505.000 per lembar, pesanan tersebut hanya akan terlaksana apabila harga pasar mencapai tingkat yang ditentukan atau tersedia penjual yang bersedia menerima harga tersebut. Jika kondisi pasar mengalami penurunan hingga menyentuh harga yang diminta,

pesanan dapat dipenuhi (*filled*) sesuai dengan ketentuan transaksi. Sebaliknya, apabila harga saham justru meningkat setelah pesanan diajukan, transaksi kemungkinan tidak akan terlaksana karena harga yang ditawarkan investor berada di bawah harga jual pasar. Dalam contoh ini, pesanan yang belum terpenuhi hingga akhir hari perdagangan akan dibatalkan apabila menggunakan ketentuan pesanan harian. Jika investor masih ingin membeli saham dengan batas harga yang sama, ia perlu memasukkan pesanan baru pada hari berikutnya. Bagi sebagian besar investor, *market order* dan *limit order* biasanya sudah cukup untuk memenuhi kebutuhan transaksi sehari-hari. Kedua jenis pesanan tersebut memberikan pilihan antara kecepatan pelaksanaan dan pengendalian harga. Namun, bagi pelaku pasar yang melakukan perdagangan dalam jangka waktu lebih pendek, tersedia pula jenis pesanan lain yang lebih bersifat taktis. Dua di antaranya adalah *stop order* dan *trailing stop order*.

Stop order, yang juga sering disebut *stop loss*, merupakan jenis pesanan yang digunakan untuk membantu membatasi kerugian ketika harga saham bergerak berlawanan dengan perkiraan investor. Dalam kegiatan perdagangan, keberhasilan tidak selalu ditentukan oleh seberapa sering seorang pedagang membuat prediksi yang benar. Hal yang lebih penting adalah kemampuan mengelola risiko sehingga keuntungan dari transaksi yang berhasil dapat lebih besar daripada kerugian dari transaksi yang tidak sesuai perkiraan. Berdasarkan pengalaman penulis ketika masih menjadi pedagang pemula, terdapat satu hal yang cukup mengejutkan, yaitu beberapa pedagang terbaik ternyata hanya berhasil membuat prediksi yang benar dalam sedikit lebih dari separuh transaksi mereka. Dengan kata lain, keputusan yang keliru dapat terjadi hampir sesering keputusan yang tepat. Meskipun demikian, mereka tetap mampu memperoleh hasil yang baik karena menerapkan disiplin pengelolaan risiko secara konsisten. Ketika prediksi tidak berjalan sesuai harapan, mereka berusaha memastikan bahwa kerugian tidak berkembang menjadi terlalu besar. Mereka juga tidak membiarkan satu transaksi yang gagal menghabiskan seluruh modal yang dimiliki. Prinsip tersebut menunjukkan bahwa pengendalian kerugian merupakan bagian penting dari strategi perdagangan saham.

Salah satu cara untuk mengendalikan risiko adalah menetapkan batas harga yang menjadi dasar untuk menghentikan transaksi ketika saham mengalami penurunan. Sebagai contoh, seorang pedagang memperkirakan bahwa harga saham Etsy dengan kode ETSY akan meningkat dari Rp 1.000.000 menjadi Rp1.300.000 dalam beberapa bulan mendatang. Apabila perkiraan tersebut benar-benar terjadi, pedagang berpotensi memperoleh keuntungan sebesar 30% dari kenaikan harga saham. Namun, setiap prediksi pasar memiliki kemungkinan untuk tidak sesuai dengan kenyataan. Jika harga justru bergerak turun, pedagang tentu perlu memiliki strategi untuk membatasi kerugian agar modal yang tersisa masih dapat digunakan untuk transaksi berikutnya. Untuk mengantisipasi kondisi tersebut, ia dapat membeli saham Etsy pada harga Rp 1.000.000 per lembar. Setelah itu, ia menetapkan *stop order* pada harga Rp930.000. Dengan pengaturan tersebut, pedagang merencanakan untuk membatasi potensi kerugian pada kisaran 7% dari harga pembelian awal. Penetapan batas ini membantu pedagang menjalankan strategi secara lebih disiplin karena keputusan untuk keluar dari transaksi telah dipertimbangkan sejak awa.

Apabila harga saham Etsy tidak pernah turun hingga mencapai Rp930.000, maka *stop order* yang telah dipasang tidak akan terpicu. Namun, jika harga benar-benar mencapai tingkat tersebut, sistem akan mengaktifkan instruksi penjualan secara otomatis. Saham kemudian akan dijual pada harga yang tersedia sedekat mungkin dengan batas yang telah ditentukan. Meskipun demikian, penting untuk dipahami bahwa memasang *stop order* pada harga Rp 930.000 tidak menjamin saham dapat terjual tepat pada harga tersebut. Pergerakan harga saham dapat berlangsung sangat cepat, terutama ketika muncul informasi negatif atau laporan keuangan yang mengecewakan. Dalam situasi tertentu, harga saham bahkan dapat mengalami penurunan tajam dengan melewati beberapa tingkat harga sekaligus, yang dikenal sebagai *gap down*. Sebagai ilustrasi, apabila Etsy mengumumkan hasil kinerja keuangan yang buruk setelah pasar ditutup dan harga sahamnya dibuka kembali pada hari berikutnya di Rp 850.000, pesanan penjualan dapat terlaksana pada harga yang lebih rendah tersebut. Pedagang kemudian harus memutuskan apakah akan menjual saham pada harga yang tersedia atau mempertahankannya dengan harapan harga kembali meningkat hingga Rp 930.000. Namun, pedagang yang berpengalaman umumnya tidak menjadikan harapan semata sebagai dasar pengambilan keputusan. Mereka lebih mengutamakan pengelolaan risiko dan tindakan yang telah direncanakan sebelumnya.

Jenis pesanan berikutnya adalah *trailing stop order*, yang memiliki fungsi hampir sama dengan *stop order* biasa, tetapi batas harganya dapat bergerak mengikuti kenaikan harga saham. Dengan demikian, tingkat pemicu penjualan tidak selalu berada pada satu angka tetap, melainkan menyesuaikan diri dengan perkembangan harga tertinggi yang dicapai saham. Sebagai contoh, seorang pedagang membeli saham Etsy pada harga Rp1.000.000 per lembar. Tidak lama kemudian, harga saham tersebut meningkat menjadi Rp1.150.000. Meskipun harga tersebut belum mencapai target awal sebesar Rp 1.300.000, pedagang mungkin mulai khawatir bahwa keuntungan yang telah diperoleh akan hilang apabila harga kembali turun. Untuk mengantisipasi kemungkinan tersebut, ia dapat memasang *trailing stop order* dengan jarak Rp 30.000 dari harga tertinggi yang tercapai. Artinya, apabila harga saham turun sebesar Rp 30.000 dari titik tertingginya, sistem akan mengaktifkan *market order* untuk menjual saham. Mekanisme ini memungkinkan pedagang mengikuti kenaikan harga tanpa harus terus-menerus mengubah batas penjualan secara manual. Dengan demikian, keuntungan yang telah terbentuk dapat lebih terjaga ketika pergerakan harga mulai berbalik arah.

Sebagai contoh lanjutan, apabila harga saham Etsy meningkat dari Rp 1.150.000 menjadi Rp 1.200.000 per lembar, batas *trailing stop* juga akan bergerak mengikuti kenaikan tersebut. Pada awalnya, ketika harga tertinggi berada di Rp 1.150.000 batas pemicu penjualan ditetapkan pada Rp 1.120.000. Setelah harga naik hingga Rp 1.200.000, batas tersebut ikut meningkat menjadi Rp 1.170.000. Dengan demikian, jarak antara harga tertinggi dan batas pemicu tetap sebesar Rp 30.000. Apabila harga saham kemudian mengalami penurunan hingga mencapai batas tersebut, sistem akan mengaktifkan perintah penjualan. Sebaliknya, selama harga terus mengalami kenaikan, batas *trailing stop* akan ikut bergerak naik sesuai dengan ketentuan yang telah ditetapkan. Mekanisme ini memberikan kesempatan kepada pedagang untuk tetap memperoleh manfaat dari momentum kenaikan harga saham. Pada saat

yang sama, sistem membantu mengamankan sebagian keuntungan dengan memicu penjualan ketika harga mulai bergerak turun. Oleh karena itu, *trailing stop order* dapat menjadi salah satu alat pengelolaan risiko bagi pedagang yang ingin mengikuti tren kenaikan tanpa mengabaikan kemungkinan terjadinya pembalikan harga

Harga (*Price*)

Kolom kelima pada halaman pemesanan adalah *Price* atau harga. Bagian ini digunakan untuk memasukkan nilai harga tertentu yang diinginkan ketika investor menggunakan *limit order*. Melalui kolom tersebut, investor dapat menentukan batas harga pembelian atau penjualan sesuai dengan strategi yang telah direncanakan. Sebagai contoh, ketika ingin membeli saham, investor dapat memasukkan harga maksimum yang bersedia dibayarkan untuk setiap lembar saham. Sebaliknya, ketika menjual saham, investor dapat menetapkan harga minimum yang ingin diterima. Dengan adanya pengaturan tersebut, transaksi hanya akan diproses apabila kondisi pasar memenuhi ketentuan harga yang telah dimasukkan. Namun, kolom harga tidak perlu diisi secara khusus apabila investor memilih menggunakan *market order*. Hal ini karena transaksi dengan jenis pesanan tersebut mengikuti harga terbaik yang tersedia di pasar ketika pesanan dilaksanakan. Dengan demikian, fungsi kolom harga sangat bergantung pada jenis pesanan yang dipilih sebelumnya. Investor perlu memastikan bahwa harga yang dimasukkan sudah sesuai dengan tujuan transaksi agar tidak terjadi kesalahan dalam pelaksanaan pesanan.

Masa berlaku (*Time in force*)

Kolom keenam sekaligus menjadi bagian terakhir dalam proses pengajuan pesanan adalah *Time in Force* atau masa berlaku. Bagian ini digunakan untuk menentukan berapa lama instruksi pembelian atau penjualan saham akan tetap aktif di dalam sistem perdagangan. Salah satu pilihan yang paling umum tersedia adalah *Day Order* atau pesanan harian. Jika investor memilih opsi tersebut, pesanan hanya berlaku selama jam perdagangan normal pada hari ketika instruksi dimasukkan. Apabila pesanan tidak berhasil dipenuhi hingga perdagangan berakhir, sistem akan membatalkannya secara otomatis. Untuk pasar saham Amerika Serikat, kegiatan perdagangan reguler berlangsung dari hari Senin sampai Jumat, mulai pukul 09.30 hingga 16.00 waktu Timur atau *Eastern Time* (ET), kecuali pada hari libur bursa. Dengan demikian, pesanan harian yang belum terlaksana sampai pukul 16.00 ET pada hari pengajuan tidak akan diteruskan secara otomatis ke hari berikutnya. Investor yang masih ingin melakukan transaksi harus memasukkan pesanan baru sesuai dengan kondisi pasar dan rencana yang dimiliki. Ketentuan ini membantu membatasi masa aktif suatu instruksi agar tidak terus berlaku ketika investor sudah tidak menginginkannya.

Selain pesanan harian, investor juga dapat memilih jenis pesanan yang dikenal sebagai *Good-Til-Cancelled* (GTC). Berbeda dari *Day Order*, pesanan GTC akan tetap aktif sampai transaksi berhasil dipenuhi atau investor secara langsung membatalkan instruksi tersebut. Artinya, pesanan tidak otomatis berakhir ketika jam perdagangan pada hari pengajuan telah selesai. Jenis pesanan ini dapat digunakan ketika investor memiliki target harga tertentu dan bersedia menunggu hingga kondisi pasar mencapai tingkat yang diinginkan. Meskipun demikian, perusahaan sekuritas biasanya menetapkan batas waktu tertentu untuk

mempertahankan pesanan GTC agar tetap aktif. Ketentuan mengenai lamanya masa berlaku tersebut dapat berbeda antara satu perusahaan sekuritas dengan perusahaan lainnya. Oleh sebab itu, investor perlu memeriksa aturan yang diterapkan oleh penyedia layanan sebelum menggunakan jenis pesanan ini. Dengan memahami enam bagian utama dalam halaman pemesanan, investor telah memiliki dasar untuk mengetahui bagaimana proses pembelian dan penjualan saham dilakukan. Pembahasan selanjutnya akan memperluas pemahaman dari transaksi saham perusahaan secara individual menuju pengelompokan saham yang disebut indeks. Indeks memberikan gambaran yang lebih menyeluruh mengenai pergerakan dan kinerja pasar saham secara keseluruhan.

BAB 12
INDEKS SAHAM, KINERJA PASAR, DAN INVESTASI ETF

Indeks saham merupakan salah satu indikator yang digunakan untuk mengetahui kondisi pasar saham, apakah sedang mengalami penguatan atau pelemahan. Indeks berfungsi memantau pergerakan harga dari sekumpulan saham yang mewakili perusahaan tertentu. Perubahan harga satu saham belum tentu mencerminkan keadaan pasar secara keseluruhan karena setiap perusahaan memiliki kondisi dan permasalahan yang berbeda. Sebagai contoh, harga saham suatu perusahaan dapat mengalami penurunan akibat pergantian direktur utama, berakhirnya masa perlindungan paten, atau kegagalan produk baru dalam menarik minat konsumen. Berbagai kejadian tersebut dapat memengaruhi nilai saham perusahaan secara langsung. Oleh sebab itu, mengamati pergerakan satu saham saja belum cukup untuk menilai keadaan pasar secara menyeluruh. Sebaliknya, perubahan harga dari sejumlah saham yang tergabung dalam suatu indeks dapat memberikan gambaran yang lebih luas mengenai arah pergerakan pasar. Dengan demikian, indeks menjadi alat penting bagi investor untuk memahami kondisi pasar dan perkembangan ekonomi.

Sebagai ilustrasi, apabila saham Apple (AAPL) mengalami penurunan sebesar 10% dalam satu minggu, kondisi tersebut mungkin disebabkan oleh tanggapan pasar yang kurang baik terhadap peluncuran produk iPhone terbaru. Namun, apabila 100 perusahaan teknologi terbesar di Amerika Serikat mengalami penurunan harga saham dengan persentase yang sama dalam periode tersebut, situasi ini dapat menunjukkan adanya perubahan kondisi pasar yang lebih serius. Penurunan secara bersamaan tersebut bahkan dapat menjadi tanda munculnya permasalahan dalam sektor keuangan maupun perekonomian. Di Amerika Serikat, terdapat tiga indeks saham utama yang sering dijadikan acuan, yaitu Dow Jones Industrial Average, Standard & Poor's 500, dan Nasdaq Composite. Ketiganya memiliki metode perhitungan serta ketentuan tersendiri dalam menentukan perusahaan yang menjadi bagian dari indeks. Selain itu, setiap saham memperoleh bobot yang berbeda sesuai dengan metode yang digunakan. Perbedaan tersebut menyebabkan masing-masing indeks memberikan gambaran yang tidak selalu sama mengenai kondisi pasar. Salah satunya adalah Standard & Poor's 500 atau S&P 500, yaitu indeks berbobot kapitalisasi pasar yang mencakup 500 perusahaan terkemuka di Amerika Serikat dengan saham yang diperdagangkan secara publik.

Walaupun Dow Jones lebih sering menjadi perhatian masyarakat dan media keuangan, investor profesional umumnya lebih mengutamakan S&P 500 sebagai indikator pergerakan pasar saham. Hal ini disebabkan oleh jumlah perusahaan yang tercakup dalam S&P 500 lebih banyak sehingga memberikan gambaran yang lebih luas dan representatif terhadap kondisi pasar saham Amerika Serikat. Indeks ini pada dasarnya berfokus pada perusahaan berkapitalisasi besar (*large-cap*), tetapi pemilihan anggotanya tidak semata-mata didasarkan pada peringkat 500 perusahaan terbesar. Perusahaan yang masuk ke dalam indeks ditentukan melalui proses seleksi oleh komite Standard & Poor's dengan mempertimbangkan beberapa aspek, seperti ukuran perusahaan, tingkat likuiditas saham, dan keterwakilan sektor industri.

Komite tersebut melakukan peninjauan secara berkala untuk memastikan bahwa komposisi indeks tetap sesuai dengan perkembangan pasar. Keberagaman perusahaan dari berbagai sektor menjadikan S&P 500 sebagai pilihan yang menarik bagi investor yang menerapkan strategi investasi jangka panjang. Melalui pendekatan *beli dan simpan* (*buy and hold*), investor dapat mempertahankan investasinya tanpa harus terus-menerus melakukan transaksi. Oleh karena itu, reksa dana maupun instrumen investasi yang mengikuti pergerakan S&P 500 banyak diminati sebagai sarana untuk memperoleh eksposur terhadap pasar saham Amerika Serikat.

Komposisi sektor dalam indeks S&P 500 dapat berubah mengikuti perkembangan dan kebutuhan perekonomian Amerika Serikat. Dalam beberapa tahun terakhir, perusahaan teknologi memiliki kontribusi yang semakin besar terhadap keseluruhan nilai indeks. Perubahan tersebut mencerminkan pertumbuhan perusahaan teknologi yang berhasil menjadi perusahaan besar dengan tingkat keuntungan yang tinggi. Beberapa contohnya adalah Apple, Alphabet, dan Microsoft yang memiliki pengaruh kuat terhadap perkembangan pasar global. Pada tahun 2022, sektor teknologi informasi menyumbang sekitar 28% dari total bobot S&P 500 dan menjadi sektor dengan kontribusi terbesar dibandingkan sektor lainnya. Namun, dominasi tersebut tidak selalu terjadi sepanjang sejarah perkembangan indeks. Beberapa dekade sebelumnya, sektor barang konsumsi non-primer (*consumer discretionary*) dan komunikasi memiliki peranan yang lebih menonjol. Jika ditelusuri lebih jauh, sektor keuangan, energi, dan industri juga pernah menjadi bagian yang lebih dominan dalam komposisi indeks. Perubahan ini menunjukkan bahwa S&P 500 tidak memiliki susunan sektor yang bersifat tetap. Komposisinya terus menyesuaikan diri dengan perubahan struktur industri, perkembangan teknologi, serta arah pertumbuhan ekonomi. Dengan demikian, indeks tersebut dapat digunakan untuk melihat bagaimana perkembangan dunia usaha tercermin dalam pasar saham.

Berbeda dengan S&P 500 yang mencakup berbagai sektor industri, Nasdaq Composite lebih dikenal sebagai indeks yang memiliki keterkaitan erat dengan sektor teknologi. Indeks ini mencatat seluruh saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Nasdaq (*Nasdaq Stock Market*), yang pada saat penulisan sumber berjumlah lebih dari 3.700 perusahaan. Sejak awal perkembangannya, Nasdaq dikenal sebagai bursa yang banyak menjadi tempat perdagangan saham perusahaan teknologi. Kondisi tersebut menjadikan Nasdaq Composite sebagai salah satu indikator yang sering digunakan untuk mengamati perkembangan industri teknologi. Dalam perhitungannya, indeks ini menerapkan metode pembobotan berdasarkan kapitalisasi pasar (*market capitalization weighted*). Artinya, perusahaan dengan nilai kapitalisasi pasar yang lebih besar, seperti Apple, Microsoft, dan Alphabet, memiliki pengaruh lebih kuat terhadap perubahan nilai indeks dibandingkan perusahaan yang ukurannya lebih kecil. Keunggulan lainnya adalah Nasdaq Composite juga mencakup perusahaan yang berkantor pusat di luar Amerika Serikat. Hal tersebut membuat cakupan indeks ini lebih terbuka terhadap perusahaan internasional. Meskipun demikian, perusahaan besar asal Amerika Serikat seperti Coca-Cola, McDonald’s, dan Nike juga memiliki jangkauan bisnis global sehingga aktivitasnya tidak hanya bergantung pada kondisi pasar domestik.

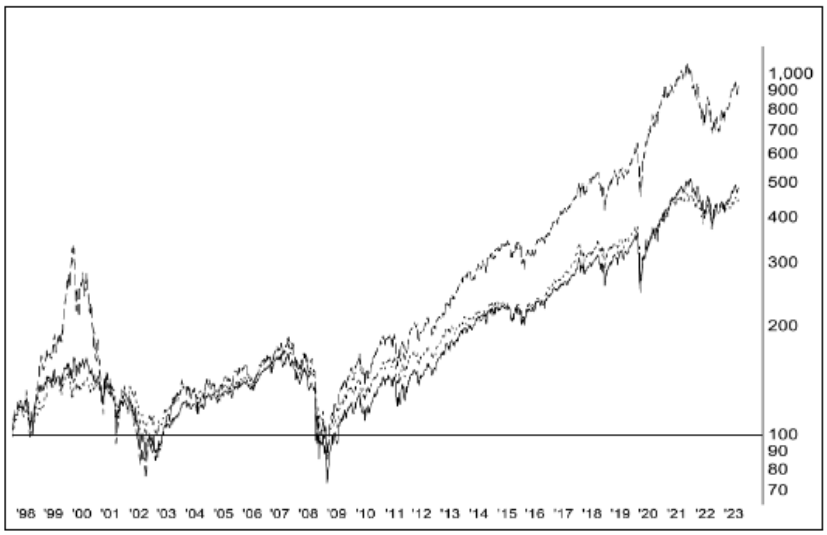
Dalam aktivitas pemantauan pasar saham, pergerakan Dow Jones, S&P 500, dan Nasdaq Composite sering ditampilkan secara langsung (*real-time*) melalui saluran informasi keuangan, seperti CNBC. Ketiga indeks tersebut memberikan sudut pandang yang berbeda dalam memahami kondisi pasar, mulai dari kinerja saham perusahaan unggulan (*blue-chip*), perkembangan pasar saham secara luas, hingga pergerakan sektor teknologi. Selain ketiga indeks tersebut, terdapat indeks lain yang juga diperhatikan oleh sebagian investor, yaitu Russell 2000. Indeks ini mengukur kinerja sekitar 2.000 perusahaan dengan ukuran kapitalisasi pasar yang relatif lebih kecil dibandingkan perusahaan-perusahaan yang mendominasi indeks utama lainnya. Russell 2000 sering digunakan sebagai tolok ukur untuk menilai perkembangan saham perusahaan berkapitalisasi kecil hingga menengah (*small-cap* hingga *mid-cap*). Perusahaan *small-cap* umumnya memiliki kapitalisasi pasar sekitar Rp 2,5 triliun hingga Rp 20 triliun, sedangkan perusahaan *mid-cap* berada pada kisaran Rp 20 triliun hingga Rp 100 triliun. Adapun perusahaan *large-cap* merupakan perusahaan dengan kapitalisasi pasar sebesar Rp 100 triliun atau lebih. Nilai tersebut merupakan perkiraan berdasarkan konversi dengan asumsi kurs Rp 10.000. Karena Dow Jones, S&P 500, dan Nasdaq Composite lebih banyak dipengaruhi oleh perusahaan besar, Russell 2000 memberikan perspektif tambahan mengenai perkembangan perusahaan dengan skala usaha yang lebih kecil.

Perusahaan berkapitalisasi kecil dan menengah terkadang menunjukkan kinerja yang jauh lebih baik dibandingkan perusahaan berkapitalisasi besar. Namun, dalam kondisi pasar tertentu, kelompok perusahaan tersebut juga dapat mengalami penurunan yang lebih tajam. Oleh karena itu, memperhatikan pergerakan saham perusahaan kecil dan menengah dapat membantu investor memahami dinamika pasar yang tidak selalu terlihat melalui indeks saham utama. Perkembangan perusahaan yang sedang tumbuh dapat memberikan petunjuk mengenai munculnya inovasi baru, peluang bisnis, serta perubahan kebutuhan konsumen. Di sisi lain, apabila perusahaan besar terus menunjukkan kinerja yang lebih unggul, hal tersebut dapat mengindikasikan bahwa kekuatan ekonomi dan pasar semakin terkonsentrasi pada korporasi besar. Perbandingan antara kinerja perusahaan kecil, menengah, dan besar dapat memberikan pemahaman yang lebih menyeluruh mengenai arah perkembangan perekonomian. Dalam hal ini, Russell 2000 menjadi salah satu instrumen yang berguna untuk mengamati perubahan tersebut. Dengan memahami pergerakan indeks ini, investor dapat memperoleh gambaran mengenai kondisi perusahaan yang sedang berkembang sekaligus membandingkannya dengan kinerja perusahaan besar. Informasi tersebut dapat menjadi bahan pertimbangan dalam menentukan strategi investasi dan menilai peluang yang muncul di berbagai kelompok perusahaan.

12.1 KINERJA HISTORIS, RISIKO, DAN VOLATILITAS INDEKS SAHAM

Perkembangan indeks saham utama di Amerika Serikat menunjukkan hasil yang cukup baik dalam jangka panjang. Meskipun demikian, kinerja yang terjadi pada masa lalu tidak dapat dijadikan jaminan bahwa hasil serupa akan terulang pada masa mendatang. Oleh karena itu, penting untuk memahami bagaimana pergerakan indeks saham dari waktu ke waktu. Dow Jones, S&P 500, dan Nasdaq pada umumnya memiliki arah pergerakan yang saling berkaitan.

Berdasarkan catatan historis selama 25 tahun, ketiga indeks tersebut memperlihatkan pola perubahan yang hampir serupa, meskipun Nasdaq mencatatkan pertumbuhan lebih tinggi dalam satu dekade terakhir. Kesamaan arah pergerakan ini terjadi karena sebagian besar saham cenderung mengalami kenaikan atau penurunan secara bersamaan. Ketika pasar berada dalam kondisi *bull market*, harga saham secara umum mengalami penguatan. Sebaliknya, dalam kondisi *bear market*, sebagian besar saham cenderung mengalami penurunan. Kedua istilah tersebut telah lama digunakan dalam dunia investasi untuk menggambarkan kondisi pasar yang sedang berkembang maupun melemah, meskipun asal-usul penggunaannya tidak diketahui secara pastikan.



Gambar 12.1 Dow dibandingkan dengan S&P 500 dan Nasdaq

Kondisi *bull market* biasanya muncul ketika investor memiliki pandangan optimistis terhadap perkembangan ekonomi dan prospek perusahaan. Optimisme tersebut mendorong mereka untuk membeli saham dalam jumlah lebih besar sehingga permintaan meningkat dan harga saham ikut mengalami kenaikan. Sebaliknya, *bear market* terjadi ketika investor mulai merasa khawatir terhadap kondisi pasar dan memiliki pandangan pesimistis mengenai perkembangan ekonomi. Situasi ini dapat memicu aksi jual secara besar-besaran yang kemudian menyebabkan harga saham mengalami penurunan. Namun, perubahan kondisi pasar tidak hanya dipengaruhi oleh perasaan dan keputusan investor. Terdapat berbagai faktor ekonomi berskala luas yang turut menentukan arah pergerakan saham, seperti tingkat suku bunga, inflasi, pertumbuhan ekonomi, tingkat kepercayaan konsumen, pertumbuhan penduduk, serta kondisi geopolitik. Faktor-faktor tersebut dapat memengaruhi banyak perusahaan secara bersamaan, baik dengan menciptakan peluang pertumbuhan maupun meningkatkan tekanan terhadap kegiatan usaha. Oleh karena itu, memahami kondisi pasar memerlukan perhatian terhadap faktor psikologis investor sekaligus perkembangan ekonomi secara keseluruhan.

Walaupun sebagian besar saham cenderung bergerak mengikuti arah pasar, terdapat beberapa perusahaan yang mampu menunjukkan kinerja berbeda dari kondisi umum. Namun,

perusahaan dengan karakteristik seperti ini jumlahnya relatif terbatas. Selain itu, perusahaan besar sering kali menjadi anggota beberapa indeks sekaligus sehingga pergerakan sahamnya dapat memengaruhi kinerja berbagai indeks secara bersamaan. Sebagai contoh, Apple (AAPL) tercatat dalam indeks Dow Jones, S&P 500, dan Nasdaq. Meskipun ketiga indeks tersebut umumnya memiliki arah pergerakan yang sejalan, tingkat keuntungan maupun kerugiannya dapat berbeda dalam periode tertentu. Dow Jones, yang sebagian besar terdiri atas perusahaan besar dengan kondisi bisnis relatif stabil atau dikenal sebagai saham *blue-chip*, cenderung lebih mampu bertahan ketika pasar mengalami pelemahan. Sementara itu, Nasdaq yang memiliki banyak perusahaan teknologi dengan potensi pertumbuhan tinggi biasanya menunjukkan kinerja lebih baik ketika pasar sedang menguat. Dalam menilai perkembangan pasar saham Amerika Serikat untuk jangka panjang, S&P 500 sering digunakan sebagai acuan utama karena mencakup berbagai perusahaan dari banyak sektor dan memiliki catatan historis yang panjang. Walaupun komposisi 500 saham seperti saat ini baru diterapkan pada tahun 1957, indeks S&P sebenarnya telah dibentuk sejak tahun 1926 dengan mencakup 90 saham dalam indeks kompositnya.

Berdasarkan catatan historis, indeks S&P mencatatkan rata-rata imbal hasil tahunan sebesar 9,82% sejak pertama kali dibentuk pada tahun 1926 hingga 31 Desember 2022. Sementara itu, sejak cakupannya diperluas menjadi 500 saham pada tahun 1957, rata-rata imbal hasil tahunannya mencapai 10,15%. Angka tersebut menunjukkan bahwa pasar saham mampu memberikan hasil investasi yang menarik dalam jangka panjang. Namun, memperoleh keuntungan rata-rata sekitar 10% setiap tahun bukanlah proses yang selalu berjalan lancar. Pada kenyataannya, pergerakan pasar saham sering mengalami perubahan tajam, baik berupa kenaikan maupun penurunan harga dalam waktu tertentu. Perjalanan investasi tersebut dapat diibaratkan seperti menaiki wahana *roller coaster* karena investor harus menghadapi berbagai kondisi pasar yang tidak selalu dapat diperkirakan. Bahkan, penurunan harga yang terjadi terkadang cukup besar hingga menguji kesabaran dan keyakinan investor dalam mempertahankan investasinya. Berdasarkan data historis, indeks S&P 500 memiliki rata-rata penurunan tahunan atau *drawdown* sekitar 14%. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun pasar saham memiliki kecenderungan meningkat dalam jangka panjang, investor tetap harus siap menghadapi penurunan nilai investasi selama proses tersebut berlangsung.

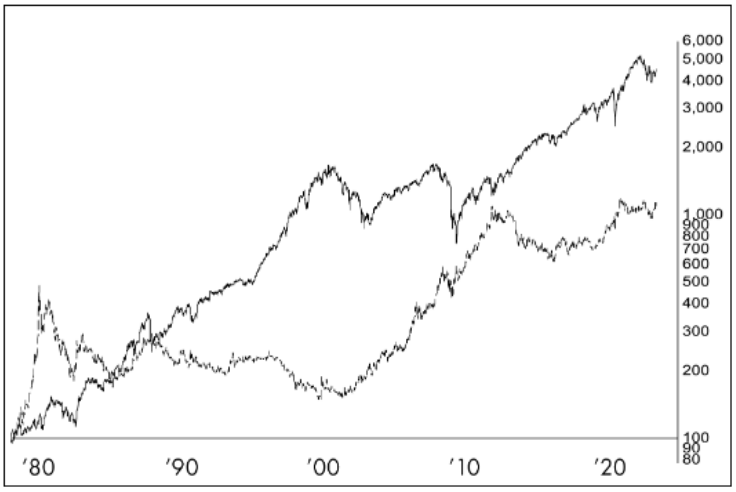
Istilah *drawdown* menggambarkan besarnya penurunan nilai suatu investasi dari titik harga tertinggi sebelum akhirnya mencapai titik terendah dan mulai mengalami pemulihan. Dengan rata-rata *drawdown* tahunan sebesar 14% pada S&P 500, investor perlu memahami bahwa penurunan nilai investasi merupakan bagian yang tidak terpisahkan dari aktivitas pasar saham. Dalam beberapa periode, penurunan bahkan pernah melampaui 30%, sementara salah satu kejadian terburuk mendekati 50%. Menghadapi kondisi tersebut tentu tidak mudah, terutama ketika dana yang mengalami penurunan merupakan tabungan hasil kerja keras atau simpanan untuk kebutuhan pensiun. Investor membutuhkan keyakinan, kesabaran, dan kemampuan mengendalikan emosi agar tidak terburu-buru mengambil keputusan ketika pasar sedang melemah. Mereka yang mampu mempertahankan investasinya selama beberapa dekade secara historis berpeluang memperoleh rata-rata keuntungan sekitar 10% per tahun.

Meskipun demikian, muncul pertanyaan mengenai seberapa besar keuntungan tersebut benar-benar mencerminkan pertumbuhan kekayaan dan bukan sekadar dampak kenaikan harga akibat inflasi. Dalam kurun waktu 100 tahun terakhir, dolar Amerika Serikat telah kehilangan lebih dari 90% daya belinya. Hal ini menimbulkan pertanyaan apakah pasar saham benar-benar mampu meningkatkan kekayaan investor atau hanya membantu mempertahankan nilai uang dari pengaruh inflasi. Berdasarkan catatan historis, investasi saham ternyata mampu menghasilkan keuntungan riil setelah memperhitungkan perubahan tingkat harga barang dan jasa.

Setelah dikurangi pengaruh inflasi, rata-rata imbal hasil riil saham secara historis berada di sekitar 7% per tahun. Perhitungan tersebut diperoleh dengan memperkirakan imbal hasil nominal sebesar 10% dan menguranginya dengan rata-rata inflasi tahunan sekitar 3% di Amerika Serikat selama 90 tahun terakhir. Hasil ini menunjukkan bahwa pertumbuhan investasi saham tidak hanya berasal dari kenaikan harga uang, tetapi juga mampu menciptakan peningkatan kekayaan dalam nilai yang sebenarnya. Bagi investor yang masih meragukan metode pengukuran inflasi, emas dapat digunakan sebagai pembanding untuk menilai kemampuan saham dalam mempertahankan dan meningkatkan daya beli. Selama berabad-abad, emas dikenal sebagai aset bernilai yang sering dimanfaatkan untuk melindungi kekayaan dari penurunan nilai mata uang. Bahkan, terdapat ungkapan bahwa satu ons emas dapat digunakan untuk membeli satu setelan pakaian berkualitas baik, baik pada masa lalu maupun masa sekarang. Ungkapan tersebut menggambarkan kemampuan emas dalam mempertahankan daya belinya dalam jangka waktu yang panjang. Namun, jika dibandingkan dengan perkembangan harga emas sejak dekade 1970-an, S&P 500 secara historis menunjukkan pertumbuhan nilai yang lebih tinggi. Perbandingan ini memperlihatkan bahwa saham memiliki potensi menghasilkan keuntungan yang lebih besar, meskipun tetap disertai risiko perubahan harga yang perlu diperhatikan.

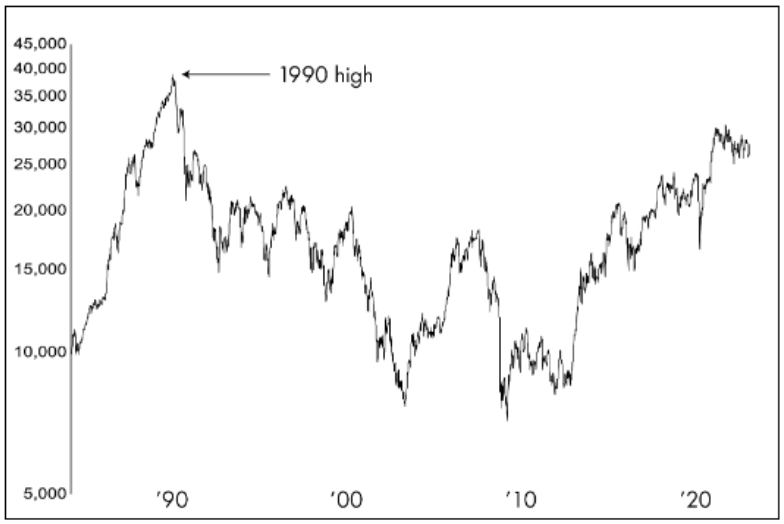
Sebagai gambaran, investasi sebesar Rp 1 juta pada emas pada tahun 1978 diperkirakan meningkat menjadi sekitar Rp 11 juta pada tahun 2023. Jika jumlah yang sama ditempatkan pada indeks S&P 500, nilainya dapat berkembang hingga sekitar Rp 45 juta, bahkan belum memperhitungkan pembagian dividen selama periode investasi tersebut. Apabila dividen yang diterima digunakan kembali untuk membeli saham, nilai akhir investasinya berpotensi menjadi jauh lebih besar. Dalam konversi dengan asumsi kurs Rp 10.000, nilai investasi awal tersebut setara dengan Rp 1 juta. Perbandingan ini memperlihatkan bahwa saham memiliki kemampuan menghasilkan pertumbuhan nilai yang lebih tinggi dibandingkan emas dalam periode tersebut. Hal ini berkaitan dengan karakteristik saham yang mewakili kepemilikan terhadap suatu perusahaan. Perusahaan yang dikelola dengan baik dapat menghasilkan keuntungan melalui kegiatan usaha yang produktif dan memberikan manfaat ekonomi bagi para pemegang saham. Keuntungan tersebut dapat terus berkembang apabila perusahaan mampu meningkatkan pendapatan dan memperluas kegiatan bisnisnya. Dalam jangka panjang, pertumbuhan keuntungan yang diinvestasikan kembali dapat menghasilkan efek *bunga majemuk* (*compounding*). Proses tersebut memungkinkan nilai

investasi berkembang secara bertahap hingga membentuk kekayaan yang lebih besar, baik secara nominal maupun setelah disesuaikan dengan inflasi.



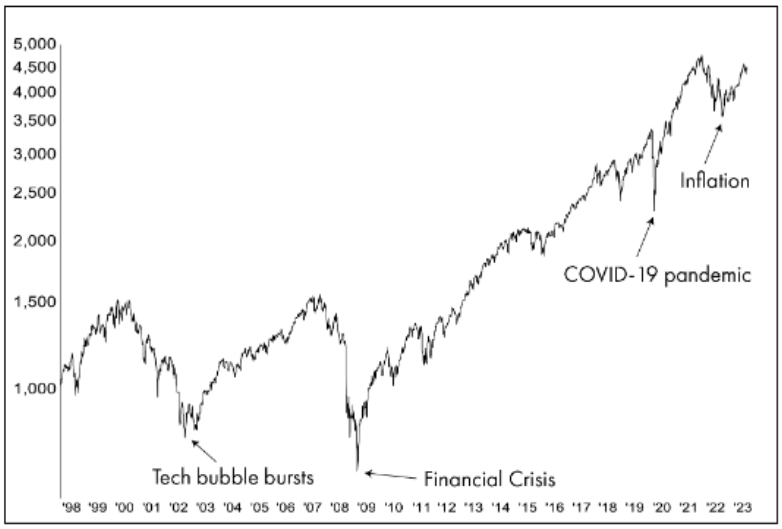
Gambar 12.2 S&P 500 dibandingkan dengan emas—35 tahun

Meskipun pasar saham Amerika Serikat secara historis mampu menghasilkan keuntungan yang menarik, tidak ada jaminan bahwa seluruh indeks saham akan selalu mengalami kenaikan. Salah satu contoh yang menunjukkan risiko tersebut adalah pasar saham Jepang yang mengalami pecahnya gelembung investasi pada tahun 1990. Gelembung pasar (*market bubble*) merupakan keadaan ketika harga suatu aset meningkat secara berlebihan hingga melampaui nilai yang sebenarnya dapat didukung oleh kondisi fundamentalnya. Kenaikan tersebut sering kali dipengaruhi oleh optimisme yang berlebihan, spekulasi, dan perilaku investor yang mengikuti keputusan orang lain tanpa mempertimbangkan risiko secara matang. Ketika harga sudah mencapai tingkat yang sulit dipertahankan, gelembung tersebut dapat pecah dan menyebabkan penurunan nilai aset secara drastis. Proses pemulihan setelah kejadian seperti ini juga tidak selalu berlangsung dengan cepat. Jepang menjadi salah satu contoh nyata karena indeks saham Nikkei 225 belum berhasil kembali mencapai tingkat tertinggi yang pernah dicatatkan pada tahun 1990, meskipun telah berlalu lebih dari tiga dekade. Peristiwa tersebut menunjukkan bahwa penurunan pasar saham dapat berlangsung sangat lama dan tidak selalu diikuti oleh pemulihan dalam waktu singkat. Oleh sebab itu, investor perlu memahami bahwa kinerja positif pasar saham Amerika Serikat pada masa lalu tidak dapat dianggap sebagai pola yang pasti berlaku di semua negara maupun periode investasi.



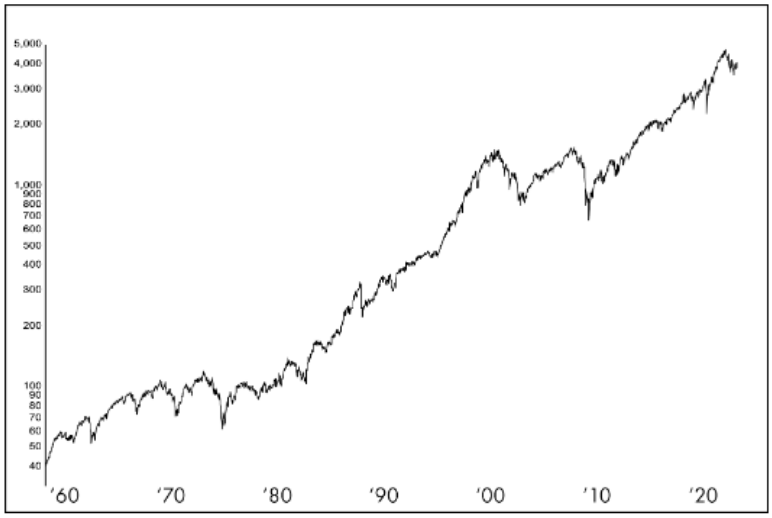
Gambar 12.3 Nikkei 225—35 tahun

Pasar saham Amerika Serikat juga pernah mengalami penurunan yang cukup besar pada tahun 2022 setelah sebelumnya mencatatkan kenaikan harga yang sangat cepat selama 2020 dan 2021. Kenaikan tersebut bahkan menimbulkan kekhawatiran karena sebagian pergerakannya menyerupai kondisi gelembung pasar. Meskipun demikian, tidak ada cara yang benar-benar akurat untuk memastikan kapan tren kenaikan jangka panjang akan kembali berlangsung. Waktu terjadinya koreksi maupun berakhirnya penurunan pasar juga sulit diperkirakan secara konsisten. Ketika pasar mengalami pelemahan, sering kali muncul pihak-pihak yang mengaku telah memperkirakan kejadian tersebut sebelumnya. Namun, keberhasilan suatu prediksi perlu dilihat secara menyeluruh karena seseorang mungkin telah berulang kali memperkirakan kejatuhan pasar selama bertahun-tahun sebelum akhirnya satu prediksinya terbukti benar. Setelah suatu peristiwa berlalu, penyebab penurunan pasar biasanya terlihat lebih mudah dipahami. Akan tetapi, ketika peristiwa tersebut sedang berlangsung, investor belum mengetahui secara pasti seberapa besar dampaknya terhadap perekonomian dan bagaimana pasar akan meresponsnya. Berbagai kemungkinan masih dapat terjadi sehingga keputusan investasi tidak sebaiknya hanya didasarkan pada perkiraan jangka pendek. Pengalaman historis menunjukkan bahwa setiap koreksi besar memiliki latar belakang tertentu, tetapi proses dan waktu pemulihannya tetap sulit dipastikan.



Gambar 12.4 S&P 500—25 tahun

Beberapa peristiwa besar telah memberikan pengaruh nyata terhadap pergerakan pasar saham Amerika Serikat selama beberapa dekade terakhir. Pada tahun 2001, pecahnya gelembung saham teknologi menjadi salah satu penyebab utama terjadinya koreksi pasar. Selanjutnya, krisis keuangan global pada tahun 2008 menyebabkan penurunan yang sangat besar di berbagai sektor. Pada tahun 2020, pandemi Covid-19 memicu kepanikan dan ketidakpastian ekonomi yang berdampak pada pasar saham dunia. Sementara itu, pada tahun 2022, tekanan inflasi dan perang antara Rusia dan Ukraina turut memengaruhi kondisi pasar keuangan. Dampak dari setiap peristiwa tersebut baru dapat dipahami secara lebih menyeluruh setelah situasi mulai mereda dan proses pemulihan berlangsung. Jika pergerakan S&P 500 diamati dalam rentang waktu yang lebih panjang, penurunan akibat berbagai peristiwa tersebut terlihat sebagai bagian dari perjalanan pasar yang secara keseluruhan menunjukkan kecenderungan meningkat. Kondisi ini memperlihatkan pentingnya menggunakan sudut pandang jangka panjang dalam menilai investasi saham. Selain itu, perubahan harga saham perusahaan secara individual biasanya jauh lebih besar dibandingkan perubahan yang terjadi pada suatu indeks. Hal ini karena indeks terdiri atas sekumpulan saham dari berbagai perusahaan sehingga penurunan tajam pada satu saham dapat diimbangi oleh kinerja saham lainnya. Dengan demikian, portofolio yang terdiversifikasi dapat membantu mengurangi dampak fluktuasi ekstrem dari satu perusahaan tertentu.



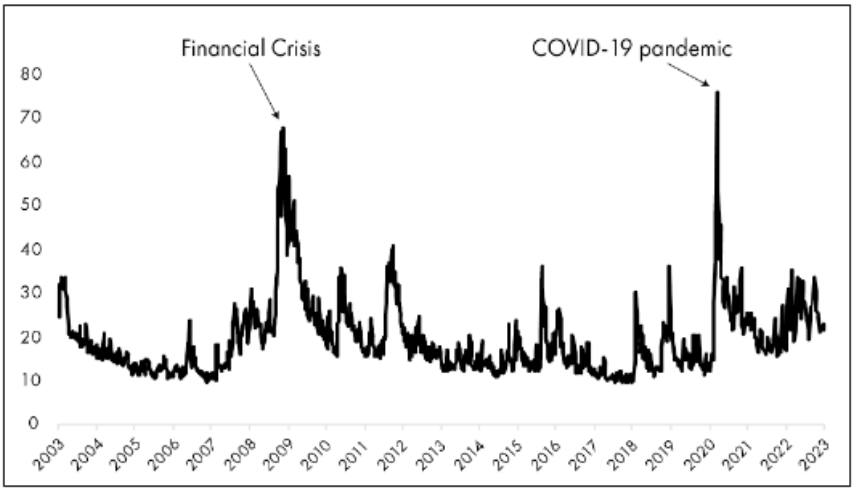
Gambar 12.5 S&P 500–65 tahun

Salah satu contoh perusahaan yang menunjukkan pertumbuhan luar biasa dalam jangka panjang adalah Apple (AAPL). Dalam kurun waktu sekitar 30 tahun, perusahaan tersebut berkembang menjadi salah satu perusahaan paling dikenal dan memiliki nilai bisnis terbesar di dunia. Apabila seseorang menanamkan modal sebesar Rp 10 juta pada saham Apple pada tahun 1990, nilai investasinya diperkirakan dapat meningkat hingga lebih dari Rp 5 miliar pada tahun 2023. Dengan asumsi nilai tukar Rp 10.000, modal awal tersebut setara dengan Rp 10 juta. Hasil tersebut tentu merupakan pertumbuhan investasi yang sangat besar dan berpotensi memberikan perubahan signifikan terhadap kondisi keuangan investor. Namun, keuntungan tersebut tidak diperoleh melalui perjalanan yang selalu stabil. Selama periode tersebut, saham Apple beberapa kali mengalami penurunan harga lebih dari 30%. Bahkan, terdapat dua periode ketika nilainya mengalami penurunan lebih dari 80%, yaitu pada rentang tahun 1991–1997 dan 2000–2003. Kondisi tersebut menunjukkan bahwa investor yang berhasil memperoleh keuntungan besar harus mampu bertahan menghadapi berbagai tekanan pasar. Keberhasilan investasi jangka panjang tidak hanya bergantung pada pemilihan perusahaan yang tepat, tetapi juga pada kemampuan mempertahankan keputusan investasi ketika harga mengalami penurunan tajam.

Pergerakan pasar saham yang tidak menentu dapat menjadi tantangan tersendiri bagi investor, terutama bagi mereka yang mudah terpengaruh oleh perubahan harga dalam jangka pendek. Informasi dari media keuangan sering kali menampilkan berbagai reaksi yang berlebihan ketika pasar mengalami kenaikan maupun penurunan. Pemberitaan tersebut terkadang membuat investor merasa khawatir dan terdorong mengambil keputusan secara terburu-buru. Padahal, perubahan harga merupakan bagian yang wajar dalam aktivitas pasar saham dan akan terus terjadi selama terdapat ketidakpastian ekonomi maupun bisnis. Kondisi tersebut dikenal sebagai volatilitas, yaitu tingkat perubahan harga suatu aset dalam periode tertentu. Volatilitas berkaitan erat dengan risiko investasi karena harga saham tidak selalu bergerak sesuai dengan harapan investor. Namun, risiko tersebut juga menjadi bagian dari peluang memperoleh keuntungan. Salah satu indikator yang umum digunakan untuk

mengukur tingkat volatilitas pasar saham Amerika Serikat adalah indeks volatilitas atau *Volatility Index* (VIX). Indeks ini dihitung berdasarkan harga opsi pada S&P 500 yang memiliki waktu jatuh tempo relatif dekat. Secara umum, VIX digunakan untuk memperkirakan besarnya perubahan harga yang diharapkan terjadi di pasar saham selama sekitar 30 hari ke depan. Dengan memperhatikan indikator ini, investor dapat memperoleh gambaran mengenai tingkat ketidakpastian dan kekhawatiran yang sedang berkembang di pasar keuangan.

Nilai VIX yang tinggi biasanya menunjukkan bahwa investor sedang menghadapi ketidakpastian besar dan memperkirakan pergerakan harga saham yang lebih tajam. Dalam kondisi tersebut, pasar cenderung mengalami perubahan harga secara cepat dan tidak stabil. Sebaliknya, nilai VIX yang rendah menggambarkan keadaan pasar yang relatif lebih tenang karena investor memperkirakan perubahan harga tidak akan terlalu besar. Peningkatan VIX sering kali terjadi bersamaan dengan penurunan harga saham karena meningkatnya kekhawatiran terhadap kondisi ekonomi maupun keuangan. Terdapat ungkapan populer yang menggambarkan bahwa ketika pasar sedang naik, harga saham biasanya bergerak secara bertahap seperti seseorang yang menaiki tangga. Namun, ketika pasar mengalami penurunan, harga dapat jatuh dengan sangat cepat seperti menggunakan lift. Gambaran tersebut menjelaskan bahwa kenaikan pasar sering berlangsung secara perlahan, sedangkan kepanikan dapat memicu aksi jual dalam waktu singkat. Dalam kondisi *bear market*, yang umumnya ditandai oleh penurunan indeks saham utama sebesar 20% atau lebih dari titik tertinggi sebelumnya, volatilitas dapat meningkat secara signifikan. Keadaan tersebut membuat pergerakan harga menjadi lebih sulit diperkirakan dan meningkatkan tekanan psikologis bagi investor. Oleh karena itu, memahami VIX dapat membantu investor mengenali perubahan tingkat ketidakpastian pasar serta mempertimbangkan risiko sebelum mengambil keputusan investasi.



Gambar 12.6 Indeks volatilitas CBOE atau "VIX"

Catatan historis VIX selama periode 2003 hingga 2023 menunjukkan bahwa peningkatan hingga di atas angka 50 pernah terjadi ketika pasar menghadapi tekanan yang sangat besar. Kondisi tersebut terutama terlihat selama Krisis Keuangan Global pada 2008–

2009 dan ketika pandemi Covid-19 mulai menyebar pada awal tahun 2020. Kedua peristiwa tersebut menjadi periode ketika ketakutan dan ketidakpastian investor mencapai tingkat yang sangat tinggi. Meskipun demikian, jika dilihat kembali melalui perkembangan pasar setelahnya, kedua periode tersebut juga menjadi kesempatan pembelian saham yang memberikan hasil menarik bagi investor yang mampu mengambil keputusan secara berlawanan dengan sentimen pasar. Investor yang membeli saham ketika banyak pihak melakukan penjualan dan kemudian mempertahankan investasinya hingga kondisi kembali membaik berpeluang memperoleh keuntungan yang besar. Pendekatan ini membutuhkan keberanian, kesabaran, dan pemahaman terhadap nilai investasi karena keputusan yang diambil bertentangan dengan kecenderungan mayoritas pelaku pasar. Prinsip tersebut sejalan dengan pandangan Warren Buffett yang menekankan pentingnya bersikap waspada ketika orang lain terlalu optimistis dan berani melihat peluang ketika orang lain diliputi ketakutan. Dengan demikian, sentimen negatif tidak selalu berarti bahwa seluruh peluang investasi telah hilang. Dalam kondisi tertentu, kepanikan pasar justru dapat membuka kesempatan bagi investor yang memiliki perencanaan matang, mampu mengendalikan emosi, dan memahami risiko yang dihadapi.

12.2 KONSEP, JENIS, DAN PERKEMBANGAN ETF

Indeks saham utama dapat digunakan untuk mengetahui perkembangan pasar saham secara keseluruhan. Namun, muncul pertanyaan apakah investor dapat menanamkan modal secara langsung pada indeks tersebut. Jawabannya adalah bisa, salah satunya melalui instrumen investasi yang dikenal sebagai *Exchange Traded Fund* (ETF). Instrumen ini telah berkembang menjadi bagian penting dalam aktivitas pasar saham. Pada tahun 2022, ETF menyumbang sekitar sepertiga dari keseluruhan nilai transaksi harian di pasar saham. Sejak diperkenalkan pada dekade 1990-an, ETF dianggap sebagai inovasi yang memberikan kemudahan bagi investor dalam melakukan diversifikasi investasi. Melalui satu produk, investor dapat memiliki kepemilikan atas berbagai saham perusahaan tanpa harus mengeluarkan biaya besar untuk menggunakan jasa pengelola investasi profesional. ETF dapat diibaratkan sebagai sebuah keranjang yang berisi kumpulan saham dari sejumlah perusahaan. Investor dapat membeli maupun menjual unit ETF sebagaimana melakukan transaksi saham biasa. Isi keranjang tersebut ditentukan oleh perusahaan keuangan yang bertindak sebagai penerbit atau sponsor ETF. Komposisinya dapat mencakup ratusan saham dari indeks S&P 500 ataupun hanya saham perusahaan dalam sektor tertentu, seperti minyak dan gas serta bioteknologi. Dengan demikian, setiap ETF dapat memiliki karakteristik dan tujuan investasi yang berbeda sesuai dengan strategi penerbitnya.

Proses pembentukan ETF dimulai ketika perusahaan sponsor membeli sejumlah saham yang akan menjadi bagian dari portofolio investasi. Saham-saham tersebut kemudian ditempatkan dalam suatu badan perwalian (*trust*) sebagai aset dasar yang mendukung penerbitan unit ETF. Selanjutnya, sponsor menerbitkan unit yang nilainya mencerminkan keseluruhan portofolio saham tersebut. Unit ETF kemudian diperdagangkan di pasar terbuka sehingga investor dapat melakukan pembelian dan penjualan melalui bursa efek. Sebagian

besar ETF yang populer dirancang untuk mengikuti pergerakan indeks utama, seperti Dow Jones, S&P 500, dan Nasdaq Composite. Produk yang mengikuti indeks tertentu umumnya menggunakan pendekatan investasi pasif (*passive investing*). Dalam pendekatan ini, portofolio tidak dikelola melalui keputusan pembelian dan penjualan yang dilakukan secara aktif oleh manajer investasi berdasarkan perkiraan pribadi. Susunan saham telah ditentukan mengikuti indeks yang menjadi acuannya dan hanya mengalami penyesuaian apabila terdapat perubahan pada komposisi indeks tersebut. Sebaliknya, investasi aktif (*active investing*) melibatkan manajer investasi profesional yang bertugas menentukan saham mana yang perlu dibeli atau dijual. Keputusan tersebut didasarkan pada analisis dan penilaian mereka terhadap peluang keuntungan serta risiko pasar.

Pengalaman dan data kinerja investasi selama beberapa dekade menunjukkan bahwa manajer investasi profesional yang memperoleh biaya pengelolaan tinggi belum tentu mampu menghasilkan keuntungan yang lebih baik dibandingkan investasi pasif berbasis indeks. Dalam banyak kasus, hasil investasi yang dikelola secara aktif justru tidak mampu mengungguli kinerja indeks setelah memperhitungkan berbagai biaya pengelolaan. Kondisi ini menjadikan ETF sebagai alternatif yang menarik bagi investor karena dapat memberikan hasil yang sebanding, bahkan terkadang lebih baik, dengan biaya yang relatif rendah. Selain efisien dari sisi biaya, ETF juga menawarkan kemudahan dalam proses transaksi. Setiap produk memiliki simbol perdagangan atau *ticker symbol* yang dapat digunakan untuk melakukan pembelian dan penjualan melalui bursa selama jam perdagangan berlangsung. Mekanisme tersebut membuat ETF mudah dijangkau oleh investor individu tanpa harus memiliki pengetahuan teknis yang terlalu rumit mengenai pengelolaan portofolio. Beberapa perusahaan investasi besar, seperti Vanguard dan BlackRock, menyediakan berbagai pilihan ETF yang mengikuti indeks-indeks utama maupun kelompok saham tertentu. Informasi mengenai setiap produk dapat ditemukan melalui situs resmi penerbit, termasuk penjelasan mengenai komposisi aset, tujuan investasi, dan simbol perdagangan. Dengan tersedianya informasi tersebut, investor dapat membandingkan berbagai produk sebelum menentukan pilihan yang sesuai dengan kebutuhan dan strategi investasinya.

Tabel 12.1 ETF saham terbesar

SIMBOL TICKER	**NAMA**	**ASET YANG DIKELOLA (AUM)**	**DESKRIPSI**
SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	Rp 4.263.060.000.000	Melacak indeks S&P 500 (500 perusahaan terbesar di AS)
IVV	iShares Core S&P 500 ETF	Rp 3.485.190.000.000	Melacak indeks S&P 500
VOO	Vanguard S&P 500 ETF	Rp 3.353.460.000.000	Melacak indeks S&P 500
VTI	Vanguard Total Stock Market ETF	Rp 3.197.200.000.000	Melacak indeks Total U.S. Stock Market (seluruh perusahaan AS)
QQQ	Invesco QQQ Trust Series I	Rp 2.141.730.000.000	Melacak indeks Nasdaq 100 (perusahaan teknologi besar)

VEA	Vanguard FTSE Developed Markets ETF	Rp 1.170.410.000.000	Melacak FTSE Developed All Cap ex U.S. Index (perusahaan di Kanada, Eropa, dan Pasifik, tetapi tidak termasuk perusahaan AS)
IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF	Rp 1.016.210.000.000	Melacak sekumpulan saham pasar negara maju, tidak termasuk AS dan Kanada
VTV	Vanguard Value ETF	Rp 1.009.580.000.000	Melacak kinerja CRSP U.S. Large Cap Value Index (saham value AS)
VUG	Vanguard Growth ETF	Rp 962.809.000.000	Melacak kinerja CRSP U.S. Large Cap Growth Index (saham pertumbuhan AS)
VWO	Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	Rp 747.081.000.000	Melacak perusahaan yang berlokasi di pasar negara berkembang di seluruh dunia, seperti Tiongkok, Brasil, Taiwan, dan Afrika Selatan

Berdasarkan data tahun 2023, terdapat sejumlah ETF saham dengan nilai aset kelolaan (*Assets Under Management* atau AUM) yang sangat besar. SPDR S&P 500 ETF Trust dengan kode SPY menjadi salah satu produk terbesar karena mengikuti pergerakan indeks S&P 500. Produk lainnya adalah iShares Core S&P 500 ETF (IVV) dan Vanguard S&P 500 ETF (VOO), yang juga memiliki tujuan serupa dalam merepresentasikan kinerja 500 perusahaan besar di Amerika Serikat. Selain itu, Vanguard Total Stock Market ETF (VTI) menawarkan cakupan investasi yang lebih luas karena mengikuti perkembangan pasar saham Amerika Serikat secara keseluruhan. Invesco QQQ Trust Series I (QQQ) berfokus pada indeks Nasdaq 100 yang didominasi perusahaan besar, terutama dari sektor teknologi. Untuk memberikan akses ke pasar internasional, tersedia Vanguard FTSE Developed Markets ETF (VEA) dan iShares Core MSCI EAFE ETF (IEFA), yang mencakup saham perusahaan di negara-negara maju di luar Amerika Serikat. Sementara itu, Vanguard Value ETF (VTV) berfokus pada saham bernilai (*value stocks*), sedangkan Vanguard Growth ETF (VUG) mengikuti saham perusahaan yang memiliki karakteristik pertumbuhan (*growth stocks*). Pilihan lainnya adalah Vanguard FTSE Emerging Markets ETF (VWO), yang memberikan akses investasi ke perusahaan di negara berkembang, seperti Tiongkok, Brasil, Taiwan, dan Afrika Selatan. Keberagaman produk tersebut menunjukkan bahwa ETF dapat digunakan untuk memperoleh eksposur investasi pada berbagai sektor, karakteristik perusahaan, dan wilayah geografis.

Dalam perkembangan industri ETF, terdapat banyak produk yang memiliki karakteristik hampir sama meskipun diterbitkan oleh perusahaan keuangan yang berbeda. Tumpang tindih ini terutama terlihat pada ETF yang mengikuti indeks populer seperti S&P 500 karena banyak investor tertarik untuk memperoleh keuntungan dari perkembangan perusahaan-perusahaan besar Amerika Serikat. Seiring meningkatnya permintaan pasar, pilihan ETF semakin beragam dan tidak lagi terbatas pada indeks saham utama. Saat ini, investor dapat menemukan ETF yang secara khusus berfokus pada sektor energi, keuangan, industri, maupun barang konsumsi non-primer (*consumer discretionary*). Selain berdasarkan sektor usaha, terdapat pula ETF yang dibentuk menggunakan tema dan strategi investasi tertentu. Beberapa di antaranya

berorientasi pada perusahaan dengan pertumbuhan inovatif (*innovative growth*) atau saham yang menawarkan dividen menarik (*dividend value*). Bahkan, terdapat produk ETF yang dirancang untuk bergerak berlawanan dengan rekomendasi perdagangan dari komentator pasar terkenal, seperti Jim Cramer dari CNBC. Keberagaman tersebut memperlihatkan bahwa industri ETF terus mengembangkan berbagai pendekatan untuk memenuhi kebutuhan investor. Namun, semakin banyaknya produk yang tersedia juga membuat investor perlu lebih teliti dalam memahami tujuan, strategi, serta risiko dari setiap ETF sebelum melakukan pembelian.

Pelajaran Sejarah: Awal Mula ETF

Meskipun pada awalnya ETF banyak dikenal sebagai instrumen investasi pasif, sebagian produk mulai menerapkan kembali pendekatan pengelolaan aktif (*active management*). Perkembangan ini menyebabkan perbedaan antara ETF yang mengikuti indeks secara pasif dan reksa dana yang dikelola secara aktif menjadi semakin sulit dibedakan. Pada ETF aktif, pengelola investasi memiliki kewenangan untuk menentukan komposisi portofolio berdasarkan analisis dan keputusan mereka sendiri. Salah satu contoh yang cukup dikenal adalah ARK Innovation Fund yang dikelola oleh Cathie Wood. Produk tersebut sempat menarik perhatian banyak investor dan media karena berhasil mencatatkan keuntungan yang sangat tinggi setelah pandemi Covid-19 pada tahun 2020. Namun, kinerja positif tersebut tidak berlangsung secara konsisten. Pada musim semi tahun 2022, dana investasi tersebut mengalami penurunan yang menghapus seluruh keuntungan yang sebelumnya telah diperoleh. Peristiwa ini menunjukkan bahwa ETF yang dikelola secara aktif tetap memiliki risiko besar meskipun sebelumnya mampu menghasilkan keuntungan yang mengesankan. Investor tidak seharusnya hanya mempertimbangkan popularitas suatu produk atau keberhasilan kinerjanya dalam periode tertentu. Pemahaman mengenai strategi pengelolaan, komposisi aset, dan kemampuan produk dalam menghadapi perubahan pasar tetap diperlukan agar keputusan investasi dapat dilakukan secara lebih rasional.

Perkembangan ETF tidak terlepas dari sejarah investasi indeks yang mulai berkembang sejak dekade 1970-an. Vanguard, perusahaan yang didirikan oleh John Bogle, dikenal sebagai salah satu pihak yang berperan besar dalam memperkenalkan konsep investasi indeks kepada masyarakat luas. Namun, langkah awal pembentukan produk investasi yang menjadi dasar perkembangan ETF sebenarnya telah dimulai oleh Wells Fargo dan American National Bank pada tahun 1973. Kedua lembaga tersebut memperkenalkan reksa dana indeks yang ditujukan bagi nasabah institusional. Kemunculan produk ini dipengaruhi oleh hasil berbagai kajian akademis yang menunjukkan bahwa strategi investasi pasif berpotensi memberikan hasil lebih baik dibandingkan pengelolaan investasi aktif. John Bogle menjadi salah satu tokoh yang sangat mendukung pendekatan tersebut. Meskipun gagasannya sempat mendapatkan kritik dari berbagai pihak, ia tetap meluncurkan reksa dana indeks pertama untuk masyarakat umum pada 31 Desember 1975. Produk tersebut diberi nama First Index Investment Trust dan dirancang untuk mengikuti pergerakan indeks S&P 500. Peluncuran ini menjadi langkah penting dalam memperluas akses masyarakat terhadap investasi berbasis indeks. Melalui pendekatan tersebut, investor dapat memperoleh kepemilikan atas kumpulan saham

perusahaan besar tanpa harus membeli setiap saham secara terpisah. Seiring berjalannya waktu, konsep investasi indeks semakin dikenal dan mulai menjadi pilihan bagi investor yang mengutamakan efisiensi biaya serta strategi jangka panjang.

Minat masyarakat terhadap investasi pasif terus mengalami peningkatan hingga akhirnya ETF pertama secara resmi diperkenalkan pada tahun 1993. State Street Global Investors menjadi pelopor dengan meluncurkan S&P 500 Trust ETF pada 22 Januari 1993. Produk yang dikenal dengan sebutan SPDR atau *Spider* tersebut diperdagangkan menggunakan kode SPY dan hingga sekarang masih termasuk salah satu ETF dengan aktivitas transaksi tertinggi. Meskipun John Bogle merupakan tokoh yang sangat mendukung investasi berbasis indeks, pada awalnya ia justru kurang menyetujui penggunaan ETF. Ia berpendapat bahwa perdagangan ETF sepanjang hari dapat mendorong investor melakukan transaksi jangka pendek secara berlebihan. Menurutnya, perilaku tersebut bertentangan dengan prinsip investasi jangka panjang yang selama ini ia perjuangkan. Bogle lebih menyukai struktur reksa dana indeks tradisional karena nilai unitnya ditentukan pada akhir hari perdagangan dan tidak dapat diperjualbelikan secara langsung selama jam pasar berlangsung. Mekanisme tersebut dianggap dapat membantu investor menghindari keputusan impulsif akibat perubahan harga dalam waktu singkat. Namun, Vanguard akhirnya mulai menawarkan produk ETF pada tahun 2001, setelah Bogle tidak lagi memegang posisi utama dalam perusahaan. Keputusan tersebut memberikan hasil yang positif bagi perkembangan bisnis Vanguard. Perusahaan ini kemudian berhasil mengelola aset ETF dengan nilai hampir Rp32 kuadriliun berdasarkan perkiraan konversi kurs Rp16.000 per dolar AS, sehingga menempati posisi kedua setelah BlackRock. Perkembangan tersebut memperlihatkan bahwa ETF telah menjadi instrumen penting dalam dunia investasi modern. Setelah memahami berbagai indeks saham, kinerja historisnya, dan cara berinvestasi melalui ETF, pembahasan selanjutnya akan beralih pada lembaga perantara yang membantu masyarakat mengakses pasar saham, yaitu *broker*, pengelola kekayaan (*wealth manager*), dan penasihat investasi otomatis (*robo-advisor*).

BAB 13
ALTERNATIF DAN MEKANISME PENGELOLAAN INVESTASI SAHAM

Ketika seorang teman mengatakan bahwa dirinya berinvestasi di pasar saham, hal tersebut menunjukkan bahwa ia memiliki sejumlah saham sebagai bagian dari kegiatan investasinya. Namun, muncul pertanyaan mengenai bagaimana sebenarnya seseorang melakukan transaksi dan mengelola investasinya di pasar saham. Apakah investor harus membuat dan mengirimkan pesanan (*order*) sendiri, atau justru mempercayakan pengelolaan dananya kepada pihak lain yang lebih berpengalaman? Di Amerika Serikat, terdapat empat cara umum yang dapat digunakan individu untuk berinvestasi di pasar saham, yaitu melalui broker daring (*online broker*), manajer kekayaan (*wealth manager*), penasihat robot (*robo-advisor*), serta program pensiun yang disediakan oleh perusahaan atau pemberi kerja. Masing-masing pilihan memiliki karakteristik dan keunggulan tersendiri sehingga dapat disesuaikan dengan kebutuhan, kemampuan, serta tujuan keuangan setiap investor. Dalam praktiknya, seseorang tidak harus terpaku pada satu metode saja, karena beberapa investor memilih menggabungkan dua atau lebih cara tersebut, bahkan memanfaatkan keempatnya secara bersamaan, untuk mengelola dan mengembangkan investasinya.

13.1 MEKANISME DAN LAYANAN BROKER DARING

Investor individu umumnya tidak perlu datang secara langsung ke lantai perdagangan Bursa Efek New York (*New York Stock Exchange*) untuk melakukan transaksi saham. Sebagai gantinya, mereka dapat menyampaikan pesanan melalui broker berlisensi, yaitu seseorang atau perusahaan yang berperan sebagai perantara antara investor dan bursa efek. Sebelum internet berkembang, investor harus menghubungi broker melalui telepon dan membayar komisi yang relatif tinggi agar transaksi dapat dilakukan. Namun, kemajuan teknologi telah mengubah proses tersebut menjadi lebih praktis, cepat, dan terjangkau. Kehadiran broker daring atau yang dikenal sebagai broker diskon (*discount broker*) merupakan salah satu dampak dari perkembangan internet. Layanan ini memungkinkan transaksi pembelian dan penjualan sekuritas dilakukan dengan biaya yang lebih rendah, tetapi umumnya tidak menyediakan rekomendasi atau konsultasi investasi. Oleh karena itu, broker daring lebih sesuai bagi investor yang ingin mengelola portofolio dan menentukan strategi investasinya secara mandiri. Selain mempermudah pelaksanaan transaksi, layanan ini juga menyediakan berbagai formulir serta dokumen yang dibutuhkan untuk pelaporan pajak maupun keperluan administratif lainnya.

Ketika investor mengakses situs web broker daring, halaman utama biasanya menampilkan informasi mengenai jumlah saldo dan nilai keseluruhan aset dalam akun investasi. Tampilan tersebut hampir menyerupai halaman rekening giro atau tabungan pada layanan perbankan biasa. Perbedaannya terletak pada fungsi akun broker yang memungkinkan penggunanya membeli dan menjual saham maupun berbagai jenis sekuritas lainnya. Nilai akun tersebut tidak selalu tetap karena dapat berubah mengikuti pergerakan harga pasar dari setiap

instrumen investasi yang dimiliki. Selain itu, akun broker umumnya terhubung dengan rekening bank sehingga investor dapat melakukan penyetoran maupun penarikan dana sesuai kebutuhan. Meskipun perusahaan broker daring menyediakan layanan bantuan pelanggan, investor biasanya tidak banyak berinteraksi secara langsung dengan petugas apabila tidak menghubungi layanan tersebut. Dengan demikian, tanggung jawab utama dalam mengelola investasi berada di tangan investor sendiri, mulai dari menentukan pilihan saham hingga memasukkan pesanan pembelian dan penjualan. Proses penyampaian pesanan tersebut telah dijelaskan sebelumnya pada Bab 11.

Pada saat materi ini disusun, empat perusahaan pialang daring terbesar berdasarkan jumlah nasabah dan total aset yang dikelola adalah Charles Schwab, Fidelity Investments, ETRADE, dan TD Ameritrade. Selain perusahaan-perusahaan tersebut, Robinhood juga berhasil menarik perhatian masyarakat, khususnya investor dari kalangan muda. Popularitas perusahaan ini meningkat selama pandemi Covid-19 pada tahun 2020, ketika harga saham cenderung mengalami kenaikan dan berbagai kegiatan olahraga yang biasanya menjadi pilihan untuk memasang taruhan tidak dapat berlangsung seperti biasa. Kondisi tersebut mendorong banyak anak muda untuk mulai mengenal dan mencoba perdagangan saham maupun mata uang kripto melalui platform Robinhood. Perusahaan ini kemudian semakin dikenal di kalangan generasi milenial dan Generasi Z karena menawarkan akses yang mudah untuk melakukan transaksi investasi. Meskipun demikian, pada saat itu masih belum dapat dipastikan apakah peningkatan popularitas Robinhood hanya merupakan tren sementara atau menjadi awal kemunculan perusahaan besar baru yang mampu bersaing dalam industri pialang daring.

13.2 LAYANAN DAN PENGELOLAAN KEKAYAAN PROFESIONAL

Tidak semua orang memiliki keinginan atau kemampuan untuk mengelola investasinya secara mandiri, terutama karena keputusan investasi selalu melibatkan risiko keuangan yang perlu dipertimbangkan dengan cermat. Bagi investor yang membutuhkan pendampingan langsung dari tenaga profesional, tersedia perusahaan pialang layanan lengkap (*full-service broker*) yang menawarkan jasa pengelolaan kekayaan (*wealth management*). Layanan ini tidak hanya berfokus pada pelaksanaan transaksi pembelian dan penjualan saham, tetapi juga mencakup pengelolaan kondisi keuangan klien secara menyeluruh. Seorang pengelola kekayaan dapat membantu menentukan alokasi aset, menyusun strategi pengoptimalan pajak melalui *tax loss harvesting*, serta mengelola portofolio sesuai dengan kebutuhan dan tujuan keuangan setiap individu. Perusahaan pengelolaan kekayaan yang berkualitas biasanya berupaya membangun hubungan jangka panjang dengan kliennya. Untuk mendukung hal tersebut, perusahaan akan menyediakan seorang penasihat keuangan yang dapat dikenal, diajak berdiskusi, dan dipercaya dalam membantu mengambil berbagai keputusan investasi.

Jika menggunakan broker daring, investor mungkin merasa harus menghadapi seluruh keputusan investasi seorang diri. Sebaliknya, bekerja sama dengan penasihat keuangan yang tepat memberikan kesempatan untuk memperoleh pendampingan dari tenaga ahli yang dapat dihubungi ketika dibutuhkan. Investor dapat berdiskusi secara langsung mengenai berbagai

keputusan penting, terutama ketika menghadapi situasi pasar yang tidak menentu. Hal ini menjadi penting karena kesalahan investasi yang menimbulkan kerugian besar sering kali berawal dari keputusan yang dipengaruhi oleh emosi. Oleh sebab itu, sebagian investor menganggap biaya untuk menggunakan jasa profesional sebagai sesuatu yang sepadan dengan manfaat yang diperoleh, baik dari sisi pengetahuan maupun dukungan dalam mengendalikan emosi. Di Amerika Serikat, pengelola kekayaan umumnya dapat berstatus sebagai *Registered Investment Advisor* (RIA), yaitu penasihat investasi yang memiliki tanggung jawab fidusia untuk mengutamakan kepentingan terbaik klien. Investor perlu berhati-hati terhadap pengelola kekayaan yang hanya mengandalkan sistem komisi atau tidak secara jelas menyatakan tanggung jawab fidusia. Salah satu praktik yang perlu diwaspadai adalah *churn*, yaitu aktivitas jual beli atau perubahan portofolio secara berlebihan yang dilakukan broker atau penasihat demi memperoleh komisi dari setiap transaksi. Praktik tersebut dapat menimbulkan biaya yang tidak diperlukan dan berpotensi merugikan klien karena tidak mengutamakan kepentingan investasinya.

Pada dasarnya, dana dan aset investasi tetap merupakan milik klien sehingga penasihat keuangan berkewajiban menjalankan instruksi yang telah diberikan. Apabila penasihat tidak melaksanakan perintah tersebut dengan benar atau tepat waktu hingga menyebabkan kerugian finansial, klien memiliki hak untuk menuntut ganti rugi beserta biaya dan pengeluaran lain yang muncul akibat kelalaian tersebut. Saat ini, tersedia banyak perusahaan yang menawarkan layanan pengelolaan kekayaan sehingga investor memiliki beragam pilihan sesuai kebutuhan masing-masing. Persaingan dalam industri ini cukup ketat, mulai dari lembaga keuangan besar seperti Morgan Stanley, J.P. Morgan, dan Bank of New York Mellon yang mengelola aset dalam jumlah besar, hingga perusahaan butik berskala lebih kecil yang juga mampu memberikan layanan berkualitas. Dengan banyaknya pilihan tersebut, investor tidak harus terus bertahan pada perusahaan yang tidak memberikan pelayanan sesuai harapan. Meskipun mengakhiri hubungan kerja sama dengan penasihat atau broker terkadang terasa sulit, proses perpindahan ke perusahaan lain sebenarnya tidak serumit yang dibayangkan. Investor dapat memilih penyedia layanan baru apabila merasa bahwa pengelolaan investasi yang diterima tidak lagi sesuai dengan kebutuhan dan harapannya.

Setelah menentukan perusahaan pengelolaan kekayaan yang baru, investor biasanya diminta mengisi formulir pengajuan pemindahan aset atau *Transfer Initiation Form* (TIF). Formulir tersebut berfungsi sebagai dokumen resmi untuk memulai proses pemindahan investasi dari broker lama ke broker yang baru. Setelah formulir dilengkapi dan diserahkan, pemindahan aset umumnya membutuhkan waktu beberapa hari. Meskipun demikian, sebagian besar tahapan administrasi dan pemindahan dilakukan secara otomatis melalui sistem internal yang menghubungkan kedua perusahaan pialang tersebut. Dengan demikian, klien tidak perlu mengurus seluruh proses pemindahan secara langsung karena perusahaan terkait akan menangani sebagian besar prosedurnya. Saham dan instrumen investasi lainnya juga dapat dipindahkan dalam bentuk yang sama tanpa harus dijual terlebih dahulu. Artinya, investor tidak perlu melikuidasi seluruh kepemilikan saham kemudian membelinya kembali melalui broker baru. Cara pemindahan seperti ini membuat proses pergantian perusahaan

pialang menjadi lebih praktis dan, sesuai penjelasan dalam bacaan, tidak menimbulkan konsekuensi pajak akibat penjualan aset investasi.

13.3 KONSEP DAN MEKANISME PENGELOLAAN INVESTASI ROBO-ADVISOR

Dalam sekitar 15 tahun terakhir, dunia investasi mulai mengenal layanan baru yang disebut *robo-advisor*. Layanan ini merupakan kombinasi antara broker daring yang memungkinkan investor mengelola investasinya sendiri dan pengelola kekayaan (*wealth manager*) yang menyediakan pendampingan profesional. Namun, *robo-advisor* memiliki fungsi yang berbeda dari kedua layanan tersebut. Layanan ini tidak melakukan transaksi pembelian atau penjualan saham secara individual atas nama investor, sehingga untuk kebutuhan tersebut investor tetap memerlukan broker. Selain itu, *robo-advisor* tidak menawarkan hubungan personal secara mendalam sebagaimana yang biasanya diberikan oleh pengelola kekayaan tradisional. Fokus utamanya adalah membantu menyusun dan mengelola portofolio investasi secara otomatis. Dengan memanfaatkan teknologi, layanan ini dapat menginvestasikan dana klien menggunakan pendekatan yang menyerupai strategi para penasihat keuangan profesional, tetapi dengan biaya yang relatif lebih terjangkau. Meskipun setiap penasihat keuangan mungkin memiliki strategi investasi yang berbeda, terdapat pemahaman umum mengenai komposisi portofolio yang terdiversifikasi dengan baik dan disesuaikan dengan usia serta kondisi investor.

Sebagai gambaran, seseorang yang berusia 30 tahun, belum menikah, dan telah memiliki pekerjaan mungkin ingin mulai berinvestasi untuk mempersiapkan kebutuhan keuangan pada masa mendatang. Dalam kondisi tersebut, pengelola kekayaan tradisional dapat merekomendasikan portofolio dengan komposisi 70% saham dan 30% obligasi. Rekomendasi tersebut biasanya disusun setelah penasihat keuangan berdiskusi dengan klien untuk memahami usia, keadaan keuangan, tujuan investasi, dan tingkat toleransi terhadap risiko. Berbeda dengan pendekatan tersebut, *robo-advisor* menggunakan sistem teknologi untuk menggantikan peran penasihat manusia dalam menyusun portofolio. Investor cukup menjawab sejumlah pertanyaan melalui situs web atau aplikasi, seperti informasi mengenai usia, pendapatan, dan tujuan keuangan. Selanjutnya, sistem akan mengolah jawaban tersebut untuk menentukan alokasi aset dan menyusun portofolio yang umumnya serupa dengan rekomendasi penasihat keuangan profesional. Layanan ini bukanlah pemilih saham (*stock picker*) yang menganalisis dan menentukan saham individual berdasarkan penilaian tertentu. Sebaliknya, *robo-advisor* mengandalkan *Exchange-Traded Fund* (ETF) sebagai instrumen utama untuk membangun portofolio yang terdiversifikasi dengan biaya rendah. ETF memungkinkan investor memperoleh eksposur terhadap kumpulan saham yang lebih luas melalui satu instrumen investasi yang dikelola secara pasif.

Dalam pelaksanaannya, *robo-advisor* menggabungkan beberapa ETF untuk membentuk portofolio dengan tingkat diversifikasi dan komposisi aset yang sesuai dengan kebutuhan investor. Penggunaan teknologi otomatis serta ETF yang memiliki biaya relatif rendah membuat perusahaan penyedia layanan ini mampu menawarkan pengelolaan kekayaan dengan harga yang lebih terjangkau. Meskipun biayanya lebih tinggi dibandingkan

dengan mengelola investasi secara mandiri melalui broker daring, pengeluarannya tetap lebih rendah daripada menggunakan jasa pengelola kekayaan tradisional. Oleh karena itu, *robo-advisor* dapat menjadi pilihan alternatif bagi investor yang membutuhkan bantuan dalam mengelola portofolio, tetapi tidak ingin menanggung biaya tinggi untuk memperoleh layanan profesional secara penuh. Industri ini masih tergolong baru karena mulai berkembang setelah krisis keuangan yang berlangsung pada periode 2008–2010. Pada saat materi ini disusun, Betterment dan Wealthfront merupakan dua perusahaan yang mulai menonjol dalam industri *robo-advisor* di Amerika Serikat. Namun, persaingan di sektor pengelolaan kekayaan cukup ketat karena perusahaan-perusahaan baru harus berhadapan dengan lembaga keuangan besar yang telah lama beroperasi. Perkembangan persaingan tersebut menjadi hal yang menarik untuk diperhatikan, terutama dalam melihat kemampuan *robo-advisor* memperoleh dan mempertahankan pangsa pasar di industri investasi.

13.4 PROGRAM DAN PENGELOLAAN DANA PENSIUN

Pemerintah Amerika Serikat menyediakan berbagai program pensiun sebagai bentuk dukungan sekaligus dorongan bagi masyarakat untuk mempersiapkan kebutuhan keuangan pada masa tua. Salah satu program yang paling banyak digunakan adalah 401(k), yaitu program tabungan dan investasi pensiun yang diselenggarakan oleh pemberi kerja. Melalui program ini, karyawan dapat menyisihkan sebagian pendapatan sebelum dipotong pajak untuk kemudian diinvestasikan sebagai persiapan masa pensiun. Penggunaan pendapatan sebelum pajak memungkinkan karyawan mengalokasikan dana lebih besar sehingga tabungan tersebut memiliki kesempatan untuk berkembang melalui mekanisme bunga majemuk dalam jangka panjang. Pajak atas dana yang terkumpul umumnya baru dibayarkan ketika peserta mulai melakukan penarikan pada masa pensiun. Pada tahap tersebut, pendapatan seseorang biasanya lebih rendah karena sudah tidak lagi bekerja. Dalam pelaksanaannya, peserta 401(k) umumnya tidak berhubungan secara langsung dengan pihak yang mengelola investasinya. Sebagai gantinya, perusahaan penyedia layanan administrasi ketenagakerjaan pihak ketiga bertindak sebagai penghubung antara perusahaan tempat karyawan bekerja dan manajer aset yang bertanggung jawab mengelola dana pensiun tersebut.

Dalam program 401(k), karyawan terlebih dahulu menentukan persentase gaji yang akan disisihkan untuk kebutuhan pensiun. Setelah itu, mereka memilih manajer investasi berdasarkan daftar pilihan dana yang telah disediakan oleh penyelenggara program. Dana investasi tersebut biasanya berbentuk reksa dana yang dikelola oleh perusahaan manajemen aset terkemuka, seperti Fidelity, T. Rowe Price, Vanguard, dan sejumlah perusahaan lainnya. Setelah menentukan pilihan investasi pada tahap awal, yang biasanya dilakukan tidak lama setelah mulai bekerja di perusahaan baru, banyak peserta tidak lagi secara aktif memantau perkembangan pengelolaan dananya. Akibatnya, sebagian besar dana pensiun terus disalurkan kepada manajer aset secara otomatis melalui sistem *autopilot*. Berdasarkan data tahun 2021, total aset yang dikelola melalui program 401(k) mencapai lebih dari Rp 70 kuadriliun, dengan menggunakan asumsi kurs Rp 10.000. Jumlah tersebut setara dengan hampir seperlima dari keseluruhan pasar dana pensiun di Amerika Serikat yang nilainya telah

melampaui Rp 370 kuadriliun. Angka tersebut menunjukkan besarnya peran program 401(k) dalam mendukung pengelolaan dana pensiun di negara tersebut.

Selain 401(k), terdapat beberapa program pensiun lain yang umum digunakan di Amerika Serikat, antara lain *Individual Retirement Account* (IRA), *Roth IRA*, dan *Simplified Employee Pension* (SEP) IRA. Masing-masing program tersebut menyediakan pilihan bagi individu maupun pekerja untuk mempersiapkan kebutuhan keuangan setelah tidak lagi aktif bekerja. Selain itu, terdapat pula program pensiun tradisional (*pension plan*) yang memberikan manfaat pensiun berdasarkan ketentuan tertentu. Meskipun program ini semakin jarang ditemukan di sektor swasta, keberadaannya masih cukup umum bagi pegawai yang bekerja di sektor publik. Melalui berbagai pilihan tersebut, masyarakat dapat memanfaatkan program yang sesuai dengan kondisi pekerjaan dan kebutuhan keuangan mereka untuk masa depan. Dengan demikian, pembahasan mengenai dana pensiun melengkapi pemahaman tentang berbagai cara investor individu berpartisipasi dalam pasar saham. Pada bab selanjutnya, pembahasan akan beralih pada dua instrumen derivatif ekuitas yang banyak digunakan oleh pedagang dengan strategi lebih aktif serta para profesional di bidang investasi, yaitu opsi saham (*stock options*) dan kontrak berjangka (*futures*).

BAB 14
PERDAGANGAN OPSI DAN KONTRAK BERJANGKA

Pada umumnya, investor individu tidak memiliki kebutuhan untuk melakukan transaksi menggunakan opsi maupun kontrak berjangka (*futures*). Meskipun sebagian pelaku pasar mampu memperoleh keuntungan besar melalui kedua instrumen keuangan tersebut, tidak sedikit pula yang justru mengalami kerugian dalam jumlah besar. Bagi investor yang berfokus pada investasi saham untuk membangun dan mengembangkan kekayaan dalam jangka panjang, penggunaan opsi dan kontrak berjangka sebenarnya bukanlah suatu keharusan. Oleh karena itu, investor tidak perlu mengambil risiko dengan mencoba kedua instrumen tersebut apabila strategi investasinya hanya bertujuan untuk mengumpulkan aset secara bertahap. Namun, opsi dan kontrak berjangka tetap memiliki fungsi tersendiri bagi kelompok pelaku pasar tertentu, termasuk pedagang saham yang aktif dan manajer investasi profesional. Kedua instrumen ini juga cukup sering menjadi bahan pembahasan dalam pemberitaan keuangan maupun lingkungan profesional investasi. Dengan memahami pengertian dan kegunaan dasarnya, seseorang dapat memperoleh wawasan yang lebih luas mengenai berbagai aktivitas dan mekanisme yang berlangsung di pasar saham.

14.1 KONSEP DASAR OPSI (OPTION)

Bayangkan seorang teman mengajak Anda ke ruang bawah tanah rumahnya yang gelap dan berdebu. Di sana, ia membuka sebuah kotak sepatu lama yang ternyata berisi beberapa kartu edisi awal (*rookie cards*) Michael Jordan dalam kondisi sangat baik. Teman Anda memperkirakan bahwa seluruh kartu tersebut bernilai sekitar Rp 100 juta. Namun, Anda memiliki pandangan berbeda karena merasa bahwa nilainya dapat mencapai Rp 200 juta apabila ditawarkan kepada kolektor yang tepat. Teman Anda mengaku sudah sangat puas jika dapat menjual kartu-kartu tersebut dengan harga Rp 100 juta. Anda pun tertarik untuk membelinya karena melihat peluang memperoleh keuntungan dari selisih harga jualnya. Akan tetapi, mengeluarkan uang sebesar Rp 100 juta secara langsung terasa terlalu berisiko. Oleh karena itu, Anda menawarkan kesepakatan dengan memberikan uang sebesar Rp8 juta sebagai pembayaran awal. Sebagai gantinya, teman Anda memberikan hak kepada Anda untuk membeli kotak kartu tersebut seharga Rp 100 juta dalam jangka waktu satu bulan.

Dalam kesepakatan tersebut, Anda tidak diwajibkan untuk membeli kotak kartu apabila nantinya berubah pikiran. Jika memutuskan untuk tidak melanjutkan transaksi, teman Anda tetap berhak menyimpan uang Rp 5 juta yang telah diterimanya. Setelah menyepakati ketentuan tersebut, Anda menyerahkan pembayaran awal dan mulai memanfaatkan waktu satu bulan untuk mencari informasi mengenai harga pasar kartu-kartu tersebut. Anda menghubungi beberapa kolektor untuk mengetahui apakah ada pihak yang tertarik membelinya dengan harga lebih tinggi. Setelah melakukan pencarian dan pembicaraan dengan sejumlah calon pembeli, akhirnya Anda menemukan seorang kolektor yang bersedia membayar Rp 200 juta untuk seluruh kartu edisi awal Michael Jordan tersebut. Temuan ini

membuktikan bahwa perkiraan Anda mengenai potensi nilai kartu tersebut cukup tepat. Dengan adanya calon pembeli yang bersedia membayar lebih tinggi, Anda memiliki alasan kuat untuk menggunakan hak pembelian yang sebelumnya telah disepakati bersama teman Anda.

Dengan penuh antusias, Anda kembali menemui teman tersebut dan menyerahkan pembayaran sebesar Rp 100 juta untuk memperoleh kotak kartu yang telah dijanjikan. Setelah menerima kartu-kartu tersebut, Anda segera menyerahkannya kepada kolektor yang sebelumnya telah menyatakan kesediaannya untuk membeli dengan harga Rp 200 juta. Dari transaksi ini, Anda memperoleh selisih keuntungan sebesar Rp 100 juta sebelum memperhitungkan biaya awal sebesar Rp 5 juta. Jika pembayaran awal tersebut turut diperhitungkan, keuntungan bersih yang diperoleh mencapai Rp 105 juta. Hal yang menarik dari transaksi ini adalah Anda tidak perlu langsung mengeluarkan seluruh dana untuk membeli kartu sejak awal. Anda hanya membayar sejumlah uang untuk mendapatkan hak membeli barang tersebut pada harga dan dalam jangka waktu yang telah disepakati. Pembayaran awal itu menjadi biaya untuk memperoleh hak tersebut, bukan kewajiban untuk melanjutkan pembelian. Mekanisme inilah yang menjadi gambaran sederhana dari konsep opsi (*option*) dalam dunia keuangan, yaitu suatu kontrak yang memberikan hak kepada pembeli untuk membeli atau menjual aset pada harga tertentu dalam periode yang telah ditentukan, tanpa mewajibkannya untuk melaksanakan transaksi tersebut.

14.2 MEKANISME DAN KOMPONEN DASAR OPSI SAHAM

Pembahasan mengenai opsi sebenarnya sangat luas dan dapat dikembangkan menjadi satu buku tersendiri. Oleh karena itu, bagian ini hanya akan menjelaskan konsep-konsep dasarnya agar lebih mudah dipahami. Dalam dunia investasi, opsi dapat dimanfaatkan untuk berbagai keperluan, seperti melindungi portofolio dari risiko (*hedging*), memperoleh pendapatan tambahan, maupun mencari keuntungan melalui spekulasi. Strategi yang digunakan juga beragam, mulai dari cara sederhana hingga pendekatan yang lebih kompleks. Secara umum, opsi merupakan sebuah kontrak yang memberikan hak, tetapi bukan kewajiban, kepada pemegangnya untuk membeli atau menjual sejumlah aset tertentu (*underlying asset*) pada harga yang telah disepakati, yaitu harga pelaksanaan (*strike price*), dalam jangka waktu yang telah ditentukan. Kontrak opsi dapat diterapkan pada berbagai jenis aset, termasuk saham, komoditas, dan mata uang. Namun, pembahasan kali ini akan lebih difokuskan pada opsi saham. Dalam praktiknya, terdapat dua jenis utama opsi, yaitu *call* atau opsi beli dan *put* atau opsi jual. Opsi *call* memberikan hak kepada pemegang kontrak untuk membeli saham pada harga tertentu sebelum atau ketika tanggal yang ditetapkan tiba, sedangkan opsi *put* memberikan hak untuk menjual saham pada harga yang telah disepakati dalam periode yang sama.

Setiap kontrak opsi, baik *call* maupun *put*, pada umumnya mewakili 100 lembar saham sebagai aset acuan (*underlying stock*). Artinya, seseorang yang membeli satu kontrak *call* memiliki hak untuk membeli 100 lembar saham yang menjadi dasar kontrak tersebut. Sebaliknya, pembeli satu kontrak *put* memperoleh hak untuk menjual 100 lembar saham yang sama. Untuk memahami cara kerja opsi, terdapat tiga unsur utama yang perlu diperhatikan,

yaitu harga pelaksanaan, premi, dan waktu. Salah satu hal yang menjadi pertimbangan utama adalah pergerakan harga saham yang dijadikan aset acuan. Sebagai contoh, ketika seseorang membeli opsi atas saham Apple dengan kode AAPL, keputusan tersebut menunjukkan adanya perkiraan mengenai arah perubahan harga saham perusahaan tersebut. Harga pelaksanaan (*strike price*) merupakan nilai yang telah ditentukan dalam kontrak dan menjadi dasar bagi pemegang opsi untuk membeli atau menjual saham. Namun, hak tersebut tidak diperoleh secara cuma-cuma. Investor harus membayar sejumlah biaya yang disebut premi (*premium*) untuk mendapatkan hak membeli atau menjual saham pada harga yang telah disepakati. Sebagai gambaran, apabila seseorang ingin memperoleh hak untuk membeli saham Apple pada harga Rp2,4 juta per lembar, ia harus membayar premi sesuai dengan harga kontrak opsi yang berlaku.

Selain harga pelaksanaan dan premi, unsur waktu juga memiliki peran penting dalam menentukan nilai suatu kontrak opsi. Setiap kontrak memiliki tanggal kedaluwarsa (*expiration date*), yaitu batas waktu ketika hak yang tercantum dalam kontrak tersebut berakhir dan tidak lagi dapat digunakan. Masa berlaku opsi biasanya berlangsung selama beberapa minggu hingga beberapa bulan, meskipun terdapat pula kontrak dengan jangka waktu lebih dari satu tahun. Oleh karena itu, investor perlu memperhatikan batas waktu tersebut sebelum memutuskan untuk membeli atau menjual opsi. Apabila kontrak telah mencapai tanggal kedaluwarsa, pemegang opsi tidak lagi memiliki hak untuk melaksanakan transaksi berdasarkan kontrak tersebut. Sama seperti saham yang diperdagangkan di pasar modal, opsi juga memiliki pasar perdagangan tersendiri yang mempertemukan pihak pembeli dan penjual. Dalam pasar ini, investor dapat mengajukan harga penawaran beli (*bid*) maupun penawaran jual (*ask*) untuk berbagai kontrak *call* dan *put* berdasarkan saham tertentu. Perbedaan antara harga penawaran beli dan jual dapat menjadi salah satu pertimbangan dalam melakukan transaksi. Untuk memahami penerapan konsep-konsep tersebut secara lebih jelas, pembahasan selanjutnya akan dimulai dengan contoh penggunaan opsi *call* beserta mekanisme transaksinya.

14.3 STRATEGI DAN RISIKO PEMBELIAN OPSI CALL

Bayangkan Anda memperkirakan bahwa perusahaan farmasi Merck (MRK) akan memperoleh persetujuan untuk memasarkan obat barunya dalam waktu tiga bulan. Menurut perkiraan Anda, kabar tersebut dapat mendorong kenaikan harga saham perusahaan secara signifikan. Pada tanggal 1 Januari, saham Merck diperdagangkan dengan harga Rp 850.000 per lembar. Namun, Anda memperkirakan bahwa pada tanggal 1 April harganya berpotensi meningkat hingga melampaui Rp 1 juta per lembar. Anda ingin memanfaatkan peluang kenaikan tersebut untuk memperoleh keuntungan, tetapi tidak ingin mengeluarkan modal besar dengan membeli banyak saham secara langsung. Oleh karena itu, Anda memilih menggunakan opsi *call* sebagai alternatif investasi. Sebagai contoh, Anda membeli satu kontrak opsi *call* dengan harga pelaksanaan (*strike price*) sebesar Rp 1 juta per lembar dan membayar premi sebesar Rp 20.000 untuk setiap lembar saham. Kontrak tersebut memiliki tanggal kedaluwarsa pada 1 April. Melalui kesepakatan ini, Anda memperoleh hak untuk

membeli saham Merck pada harga yang telah ditentukan apabila harga pasarnya mengalami kenaikan sesuai dengan perkiraan. Dengan demikian, Anda dapat memanfaatkan peluang kenaikan harga saham tanpa harus langsung membeli seluruh saham yang menjadi aset dasar kontrak tersebut.

Perlu dipahami bahwa satu kontrak opsi saham umumnya mencakup 100 lembar saham. Dengan premi sebesar Rp 20.000 per lembar, biaya yang harus Anda keluarkan untuk membeli satu kontrak adalah Rp 2 juta. Jumlah tersebut merupakan biaya awal untuk memperoleh hak membeli saham dan tidak dapat dikembalikan apabila opsi tidak digunakan. Apabila perkiraan Anda terbukti benar dan sebelum tanggal 1 April Merck memperoleh persetujuan atas obat barunya hingga harga saham meningkat menjadi Rp 1,2 juta per lembar, Anda dapat menggunakan hak opsi untuk membeli 100 lembar saham dengan harga Rp 1 juta per lembar. Dalam kondisi tersebut, total biaya perolehan saham menjadi Rp 18 juta per lembar, yaitu harga pelaksanaan ditambah premi yang telah dibayarkan. Sementara itu, harga saham di pasar telah mencapai Rp 1,2 juta per lembar. Jika seluruh saham kemudian dijual pada harga pasar tersebut, keuntungan yang diperoleh adalah Rp 180.000 untuk setiap lembar saham. Dengan jumlah 100 lembar saham, keuntungan keseluruhan mencapai Rp 18 juta. Perhitungan ini menunjukkan bahwa modal awal sebesar Rp 2 juta dapat menghasilkan keuntungan yang jauh lebih besar apabila prediksi mengenai kenaikan harga saham dan waktu terjadinya kenaikan tersebut tepat. Namun, perdagangan opsi memiliki tingkat kerumitan tersendiri karena investor tidak hanya perlu memperkirakan arah pergerakan harga saham, tetapi juga harus memperhitungkan kapan perubahan harga tersebut akan terjadi.

Meskipun menawarkan peluang keuntungan yang besar, membeli opsi *call* untuk mengharapkan kenaikan harga dalam waktu singkat bukanlah strategi yang mudah dilakukan. Pergerakan harga saham dalam jangka pendek sulit diprediksi sehingga peluang keberhasilannya tidak selalu menguntungkan investor. Apabila perkiraan Anda tidak sesuai dengan kenyataan dan harga saham tidak meningkat melampaui harga pelaksanaan sebesar Rp 1 juta hingga tanggal kedaluwarsa, kontrak opsi dapat berakhir tanpa nilai. Dalam keadaan tersebut, seluruh premi sebesar Rp 2 juta yang telah dibayarkan akan hilang. Opsi juga memiliki karakteristik daya ungkit (*leverage*), yaitu kemampuan untuk memperoleh potensi keuntungan maupun kerugian dalam persentase besar dengan menggunakan modal awal yang relatif kecil. Dalam contoh sebelumnya, keuntungan sebesar Rp 18 juta dari modal awal Rp 2 juta setara dengan imbal hasil sebesar 900%. Tingkat keuntungan seperti ini sulit diperoleh hanya dengan membeli dan menyimpan saham biasa dalam waktu singkat. Akan tetapi, peluang keuntungan yang tinggi selalu disertai risiko yang sebanding. Investor dapat kehilangan seluruh modal awal apabila opsi berakhir tanpa nilai. Sebaliknya, apabila dana tersebut digunakan untuk membeli saham biasa dari perusahaan yang memiliki kondisi keuangan baik, kemungkinan kehilangan seluruh investasi dalam waktu singkat umumnya lebih kecil. Oleh karena itu, investor perlu memahami risiko opsi secara menyeluruh sebelum menggunakannya sebagai instrumen investasi.

14.4 STRATEGI DAN RISIKO PENJUALAN OPSI CALL

Dalam setiap transaksi opsi, selalu terdapat dua pihak yang saling berhadapan, yaitu pembeli dan penjual kontrak. Jika sebelumnya pembahasan berfokus pada investor yang membeli opsi *call* untuk memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham, kali ini sudut pandangnya akan dilihat dari pihak yang menjual opsi tersebut. Sebagai contoh, bayangkan Anda merupakan investor jangka panjang yang telah menanamkan sebagian besar kekayaan ke dalam saham Merck (MRK). Anda tidak memiliki rencana untuk menjual saham tersebut dalam waktu dekat karena ingin mempertahankannya sebagai bagian dari investasi jangka panjang. Anda juga berharap memperoleh keuntungan dari pembagian dividen dan kenaikan nilai saham (*capital gain*) seiring perkembangan perusahaan. Dalam kondisi tersebut, Anda dapat mempertimbangkan untuk menjual opsi *call* kepada investor lain yang ingin berspekulasi terhadap kenaikan harga saham dalam jangka pendek. Melalui transaksi ini, Anda akan menerima sejumlah pembayaran berupa premi dari pembeli opsi. Dengan demikian, selain berpeluang memperoleh keuntungan dari kepemilikan saham, Anda juga dapat menghasilkan pendapatan tambahan melalui penjualan kontrak opsi secara berkala.

Strategi menjual opsi *call* memang dapat memberikan sumber pendapatan tambahan, tetapi terdapat risiko yang perlu diperhatikan. Salah satu konsekuensinya adalah Anda harus bersedia menjual saham yang dimiliki pada harga pelaksanaan (*strike price*) apabila pembeli menggunakan hak opsinya. Sebagai contoh, apabila harga pelaksanaan ditetapkan sebesar Rp 1 juta per lembar dan harga saham MRK kemudian meningkat tajam hingga Rp 1,2 juta per lembar, Anda tetap berkewajiban menjual saham tersebut pada harga Rp 1 juta sesuai ketentuan kontrak. Akibatnya, Anda tidak dapat menikmati seluruh keuntungan dari kenaikan harga saham yang terjadi di pasar. Selisih antara harga pasar dan harga pelaksanaan tersebut menjadi potensi keuntungan yang tidak dapat Anda peroleh karena saham harus dijual sesuai kesepakatan awal. Kondisi ini menunjukkan bahwa penerimaan premi dari penjualan opsi memiliki konsekuensi berupa pembatasan potensi keuntungan apabila harga saham meningkat secara signifikan.

Risiko tersebut menjadi semakin penting untuk dipertimbangkan karena pergerakan harga saham tidak selalu berlangsung secara bertahap dan mudah diperkirakan. Dalam beberapa kondisi, harga saham dapat bergerak relatif stabil atau mendatar (*sideways*) selama periode yang cukup panjang, kemudian mengalami kenaikan tajam dalam waktu singkat. Bagi investor jangka panjang, kenaikan mendadak seperti ini sebenarnya dapat menjadi peluang untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar dari kepemilikan sahamnya. Namun, apabila investor telah menjual opsi *call* dengan harga pelaksanaan tertentu, kesempatan untuk menikmati seluruh kenaikan tersebut menjadi terbatas. Meskipun premi dari penjualan opsi dapat memberikan pendapatan tambahan, jumlah tersebut mungkin tidak sebanding dengan potensi keuntungan yang hilang akibat kewajiban menjual saham pada harga yang lebih rendah. Oleh karena itu, investor perlu mempertimbangkan keseimbangan antara pendapatan premi yang diterima dan peluang kenaikan nilai saham di masa mendatang sebelum memutuskan untuk menjual opsi *call*.

14.5 STRATEGI DAN RISIKO OPSI PUT

Opsi *put* memiliki mekanisme yang hampir sama dengan opsi *call*, tetapi memberikan hak yang berlawanan kepada pemegang kontraknya. Jika opsi *call* memberikan hak untuk membeli saham, opsi *put* memberikan hak kepada pemegangnya untuk menjual 100 lembar saham dari aset dasar (*underlying stock*) pada harga yang telah ditentukan. Sebagai contoh, jika sebelumnya Anda memperkirakan bahwa obat baru perusahaan Merck akan memperoleh persetujuan sehingga harga sahamnya meningkat, kali ini Anda justru memiliki perkiraan sebaliknya. Anda menduga bahwa obat tersebut tidak akan mendapatkan persetujuan sehingga harga saham Merck (MRK) berpotensi mengalami penurunan. Pada tanggal 1 Januari, saham MRK diperdagangkan dengan harga Rp 850.000 per lembar. Namun, Anda memperkirakan bahwa pada tanggal 1 April harganya dapat turun hingga jauh di bawah Rp 750.000 per lembar. Untuk memanfaatkan peluang tersebut, Anda memutuskan membeli satu kontrak opsi *put* dengan harga pelaksanaan (*strike price*) sebesar Rp 850.000 per lembar dan premi Rp 10.000 per lembar saham. Kontrak tersebut berlaku hingga 1 April. Karena satu kontrak mencakup 100 lembar saham, Anda harus membayar premi sebesar Rp 2 juta sebagai biaya untuk memperoleh hak menjual saham pada harga yang telah disepakati. Pembayaran ini tidak dapat dikembalikan apabila opsi tidak digunakan hingga masa berlakunya berakhir.

Apabila perkiraan Anda terbukti benar dan sebelum tanggal 1 April Merck mengumumkan bahwa obat barunya tidak memperoleh persetujuan dari Badan Pengawas Obat dan Makanan Amerika Serikat (*Food and Drug Administration* atau FDA), harga sahamnya mungkin mengalami penurunan tajam hingga mencapai Rp 600.000 per lembar. Dalam keadaan tersebut, Anda dapat menggunakan hak opsi untuk menjual 100 lembar saham pada harga Rp 850.000 per lembar, meskipun harga pasar saat itu hanya Rp 600.000. Kondisi ini disebut *in the money*, yaitu keadaan ketika pelaksanaan kontrak opsi memberikan keuntungan berdasarkan selisih antara harga pelaksanaan dan harga pasar. Melalui transaksi tersebut, Anda memperoleh keuntungan sebesar Rp 150.000 untuk setiap lembar saham. Caranya, Anda dapat menjual saham pada harga yang telah ditentukan dalam kontrak, kemudian membeli kembali saham yang sama di pasar dengan harga yang lebih rendah. Karena terdapat 100 lembar saham dalam satu kontrak, selisih keuntungan kotor yang diperoleh mencapai Rp 13 juta. Dengan demikian, Anda dapat memanfaatkan penurunan harga saham untuk memperoleh keuntungan tanpa harus menunggu harga saham kembali meningkat. Strategi ini menunjukkan bahwa opsi *put* dapat digunakan oleh investor yang memperkirakan nilai suatu saham akan mengalami penurunan dalam periode tertentu.

Meskipun demikian, perhitungan keuntungan dari transaksi tersebut harus memperhitungkan premi yang telah dibayarkan ketika membeli opsi. Dalam contoh ini, biaya premi sebesar Rp 2 juta perlu dikurangi dari keuntungan kotor sebesar Rp 13 juta. Setelah dikurangi biaya tersebut, keuntungan bersih yang diperoleh adalah Rp 13 juta atau setara dengan Rp 130.000 per lembar saham. Sama seperti opsi *call*, opsi *put* memiliki karakteristik yang menawarkan potensi keuntungan besar, tetapi juga disertai risiko kehilangan seluruh premi apabila perkiraan investor tidak sesuai dengan pergerakan harga saham. Kondisi inilah yang membuat opsi *put* sering dimanfaatkan oleh investor yang memiliki tujuan spekulatif.

Namun, penggunaannya tidak hanya terbatas untuk mencari keuntungan dari penurunan harga saham. Investor yang telah memiliki saham MRK untuk jangka panjang juga dapat membeli opsi *put* sebagai bentuk perlindungan terhadap kemungkinan penurunan nilai investasinya. Dengan membayar premi tertentu, investor memperoleh hak untuk menjual saham pada harga yang telah ditentukan meskipun harga pasar mengalami penurunan. Strategi ini dapat dianalogikan dengan membeli polis asuransi, yaitu mengeluarkan sejumlah biaya untuk melindungi aset dari risiko kerugian yang mungkin terjadi di kemudian hari.

14.6 STRATEGI PENJUALAN OPSI PUT

Dalam setiap transaksi opsi, selalu terdapat dua pihak yang saling berhadapan, yaitu pembeli dan penjual. Ketika seseorang menjual opsi jual (*put option*), ia memberikan hak kepada pihak pembeli untuk menjual saham kepadanya pada harga yang telah disepakati. Dengan demikian, penjual opsi jual memiliki kewajiban untuk membeli saham tersebut apabila pembeli memutuskan menggunakan haknya, terutama ketika harga saham turun di bawah harga pelaksanaan (*exercise price*). Strategi ini dapat dimanfaatkan oleh investor yang sebenarnya ingin membeli saham tertentu, tetapi hanya bersedia membelinya apabila harga saham tersebut mengalami penurunan hingga mencapai tingkat yang dianggap lebih menarik.

Sebagai contoh, saham MRK saat ini diperdagangkan pada harga Rp 850.000 per lembar, sedangkan seorang investor bersedia membelinya apabila harganya turun menjadi Rp 750.000. Dalam kondisi tersebut, investor dapat menjual opsi jual dengan harga pelaksanaan sebesar Rp 750.000 per lembar dan memperoleh sejumlah premi dari pihak pembeli opsi. Strategi ini memberikan dua kemungkinan hasil yang dapat menguntungkan bagi penjual. Apabila harga saham turun di bawah Rp 750.000, penjual wajib membeli saham tersebut sesuai harga yang telah disepakati. Meskipun demikian, kewajiban tersebut sebenarnya sejalan dengan rencana awal investor yang memang ingin memiliki saham MRK pada harga yang lebih rendah.

Sebaliknya, apabila harga saham MRK tidak mengalami penurunan hingga mencapai Rp 750.000, penjual tidak perlu membeli saham tersebut. Ia tetap dapat menyimpan premi yang telah diterima dari penjualan opsi sebagai keuntungan atas transaksi tersebut. Oleh karena itu, menjual opsi jual dapat menjadi strategi yang menarik bagi investor yang memiliki keinginan untuk membeli saham pada harga tertentu sekaligus memperoleh pendapatan dari premi opsi. Contoh ini menunjukkan bahwa pembeli dan penjual opsi dapat memiliki tujuan serta pertimbangan investasi yang berbeda. Dalam aktivitas pasar saham, perdagangan opsi menjadi semacam transaksi tambahan yang memiliki mekanisme dan peluang tersendiri di tengah kegiatan jual beli saham biasa.

14.7 KONSEP DASAR KONTRAK BERJANGKA

Bayangkan Anda merupakan seorang petani jagung yang sedang mempersiapkan kegiatan penanaman pada musim semi. Sebelum proses penanaman dimulai, Anda telah mengeluarkan banyak biaya, mencurahkan waktu, serta mengerahkan tenaga untuk mengolah lahan dan menanam benih. Seluruh usaha tersebut bergantung pada keberhasilan panen yang

akan diperoleh beberapa bulan kemudian, tepatnya pada musim panas. Namun, hasil panen yang melimpah belum tentu menjamin keuntungan apabila harga jual jagung di pasar mengalami penurunan. Oleh karena itu, Anda perlu mempertimbangkan harga jual yang dapat menutupi seluruh biaya produksi sekaligus memberikan keuntungan yang layak.

Setelah melakukan perhitungan terhadap biaya operasional, kebutuhan produksi, dan berbagai pengeluaran lainnya, Anda menyadari bahwa harga jual jagung harus mencapai setidaknya Rp 40.000 per gantang (*bushel*) agar kegiatan pertanian tidak mengalami kerugian. Jika harga pasar berada di bawah angka tersebut, pendapatan dari hasil panen mungkin tidak cukup untuk menutup seluruh biaya yang telah dikeluarkan. Kondisi ini bahkan dapat membuat Anda kesulitan memenuhi kewajiban pembayaran, seperti tagihan pembelian benih, pupuk, peralatan, maupun biaya operasional lainnya. Situasi tersebut menunjukkan bahwa perubahan harga komoditas dapat menimbulkan risiko yang cukup besar bagi petani. Karena itu, akan sangat membantu apabila Anda dapat memastikan harga jual hasil panen sejak sebelum masa panen tiba.

Misalnya, Anda memperoleh kesempatan untuk menetapkan harga jual jagung sebesar Rp 60.000 per gantang sebelum proses panen berlangsung. Dengan adanya kepastian harga tersebut, Anda dapat memperkirakan pendapatan yang akan diterima dan menyusun perencanaan keuangan secara lebih terarah. Anda juga dapat memusatkan perhatian pada kegiatan pertanian tanpa harus terus-menerus mengkhawatirkan kemungkinan perubahan harga jagung di pasar. Mekanisme yang memungkinkan para pelaku pasar menetapkan harga transaksi untuk waktu tertentu pada masa mendatang dikenal sebagai kontrak berjangka (*futures contracts*). Melalui kontrak ini, petani dapat mengurangi ketidakpastian harga dan melindungi pendapatannya dari risiko penurunan harga komoditas.

14.8 MEKANISME DAN PERDAGANGAN KONTRAK BERJANGKA

Kontrak berjangka (*futures contract*) merupakan perjanjian yang memiliki kekuatan hukum dan mengikat kedua belah pihak untuk melakukan transaksi jual beli suatu aset pada harga yang telah disepakati, sedangkan pembayaran dan penyerahannya dilakukan pada waktu mendatang. Dalam contoh petani jagung sebelumnya, Anda dapat menjual kontrak berjangka yang mewajibkan penyerahan sejumlah jagung tertentu dengan harga Rp 60.000 per gantang (*bushel*). Seperti halnya transaksi opsi (*options*), kontrak berjangka selalu melibatkan pihak penjual dan pembeli. Penjual berkewajiban menyerahkan komoditas sesuai ketentuan kontrak, sementara pembeli harus menerima penyerahan tersebut dan membayar harga yang telah disepakati. Instrumen ini banyak digunakan dalam perdagangan komoditas, seperti jagung, minyak mentah, gas alam, kopi, dan tembaga. Selain komoditas, kontrak berjangka juga tersedia untuk instrumen keuangan, termasuk indeks saham. Salah satu kontrak berjangka indeks saham yang paling dikenal dan memiliki tingkat likuiditas tinggi adalah E-mini S&P 500, yang diperdagangkan di *Chicago Mercantile Exchange* (CME) dengan kode *ticker* ES. Kontrak tersebut dirancang untuk mengikuti perubahan nilai indeks S&P 500.

Istilah E-mini digunakan karena kontrak ini pada awalnya diperkenalkan dalam ukuran yang lebih kecil dibandingkan kontrak S&P 500 sebelumnya. Kontrak berukuran besar

membutuhkan modal yang relatif tinggi sehingga tidak mudah dijangkau oleh pedagang individu. Kehadiran E-mini memberikan alternatif dengan nilai kontrak dan kebutuhan modal yang lebih rendah, sehingga semakin banyak pelaku pasar dapat berpartisipasi dalam perdagangan berjangka. Seiring berjalannya waktu, E-mini justru berkembang menjadi sangat populer dan berhasil menarik sebagian besar volume transaksi. Popularitas tersebut membuat kontrak S&P 500 berukuran lebih besar akhirnya tidak lagi diperdagangkan. Hingga saat ini, E-mini menjadi salah satu kontrak berjangka utama untuk indeks S&P 500 dan digunakan oleh investor individu maupun lembaga keuangan. Dalam perdagangan komoditas fisik, seperti jagung, pembeli dan penjual pada dasarnya memiliki kewajiban untuk melakukan atau menerima penyerahan barang sesuai isi kontrak. Namun, sebagian besar pelaku pasar keuangan yang memperdagangkan kontrak berjangka komoditas tidak bertujuan untuk memiliki atau mengirimkan komoditas secara langsung. Mereka umumnya hanya memanfaatkan perubahan harga untuk memperoleh keuntungan dan menutup posisi sebelum kontrak mencapai tanggal kedaluwarsa.

Apabila Anda membeli kontrak berjangka, kemudian menjualnya kembali sebelum tanggal jatuh tempo (*expiration date*), kewajiban yang melekat pada posisi awal tersebut akan berakhir setelah transaksi penutupan dilakukan. Dengan demikian, Anda tidak perlu menerima maupun menyerahkan komoditas fisik sebagaimana yang tercantum dalam kontrak. Setelah posisi beli ditutup dengan transaksi jual, atau sebaliknya, hasil akhirnya hanya berupa keuntungan atau kerugian finansial. Nilai tersebut dihitung berdasarkan selisih harga ketika kontrak dibeli dan ketika dijual kembali. Mekanisme perdagangan ini juga berlaku pada kontrak berjangka S&P 500 yang memiliki tanggal kedaluwarsa, tetapi tidak melibatkan penyerahan saham secara langsung. Kontrak tersebut sepenuhnya menggunakan penyelesaian keuangan karena objek yang diperdagangkan adalah pergerakan nilai indeks, bukan kepemilikan saham dari perusahaan-perusahaan yang tercakup di dalamnya. Ketika kontrak berakhir, tidak ada perpindahan kepemilikan atas saham dari 500 perusahaan yang menjadi bagian dari indeks S&P 500. Sebagai gantinya, seluruh kewajiban transaksi diselesaikan dalam bentuk uang tunai melalui mekanisme *cash settlement*.

Sebagai gambaran, apabila Anda membeli kontrak berjangka S&P 500 dan nilai indeks mengalami penurunan hingga tanggal kedaluwarsa, Anda harus menanggung kerugian sesuai ketentuan kontrak. Kerugian tersebut diselesaikan dengan pembayaran dalam bentuk uang tunai kepada pihak yang berhak menerimanya. Sebaliknya, apabila nilai indeks meningkat hingga kontrak berakhir, posisi beli Anda akan menghasilkan keuntungan yang juga dibayarkan secara tunai. Mekanisme ini memperlihatkan bahwa hasil perdagangan kontrak berjangka S&P 500 sepenuhnya ditentukan oleh perubahan nilai indeks selama masa kontrak berlangsung. Tidak ada kewajiban untuk menyerahkan atau menerima saham dari perusahaan yang tergabung dalam indeks tersebut. Dengan demikian, perdagangan kontrak berjangka S&P 500 lebih berfokus pada pergerakan nilai pasar dan penyelesaian selisih keuntungan atau kerugian secara finansial, bukan pada transaksi pemindahan kepemilikan saham secara fisik.

14.9 STRATEGI, RISIKO, DAN PERDAGANGAN KONTRAK BERJANGKA

Terdapat berbagai alasan yang mendorong investor dan pelaku pasar untuk memperdagangkan kontrak berjangka S&P 500. Salah satu alasan utamanya adalah untuk memperoleh keuntungan melalui kegiatan spekulasi. Pasar berjangka sering menjadi pilihan bagi pelaku pasar yang tertarik pada transaksi dengan tingkat risiko dan potensi keuntungan yang tinggi. Hal ini karena perdagangan kontrak berjangka memungkinkan seseorang mengendalikan nilai kontrak yang besar hanya dengan menyetorkan sebagian kecil dari nilai keseluruhannya. Dana awal yang harus disediakan tersebut dikenal sebagai *margin*. Persyaratan *margin* yang relatif rendah memberikan kesempatan kepada pelaku pasar untuk mengelola transaksi bernilai besar meskipun jumlah dana dalam akun mereka terbatas. Kondisi ini dapat menghasilkan keuntungan yang berlipat ganda, tetapi juga dapat memperbesar kerugian apabila pergerakan pasar tidak sesuai dengan perkiraan. Oleh karena itu, meskipun kontrak berjangka berpotensi menghasilkan kekayaan dalam waktu singkat, instrumen ini juga memiliki risiko kehilangan seluruh modal, bahkan kerugian yang nilainya melebihi dana awal yang disetorkan.

Sebagai contoh, ketika Anda mengambil posisi jual (*short position*) pada kontrak berjangka S&P 500, kemudian nilai kontrak tersebut justru mengalami kenaikan, Anda akan menghadapi kerugian. Apabila kerugian terus bertambah hingga melampaui saldo kas dalam akun, pihak broker dapat mengirimkan pemberitahuan yang disebut *margin call*. Pemberitahuan ini merupakan permintaan agar Anda menambahkan dana untuk memenuhi persyaratan *margin* yang berlaku. Meskipun sebagian pelaku pasar menggunakan kontrak berjangka untuk spekulasi, terdapat pula pihak lain khususnya lembaga keuangan, yang memanfaatkannya sebagai sarana lindung nilai (*hedging*). Misalnya, seorang manajer portofolio memiliki sejumlah saham yang telah disusun berdasarkan strategi investasi tertentu. Namun, munculnya berita negatif pada malam hari dapat menimbulkan kekhawatiran terhadap kemungkinan penurunan pasar pada hari berikutnya. Untuk mengurangi risiko tersebut, manajer portofolio dapat mengambil posisi jual pada kontrak berjangka S&P 500. Jika pasar saham dibuka dengan penurunan yang cukup tajam, keuntungan dari posisi jual kontrak berjangka berpotensi mengimbangi sebagian kerugian yang terjadi pada portofolio sahamnya. Selain itu, kontrak berjangka S&P 500 juga menarik perhatian karena dapat diperdagangkan hampir sepanjang waktu, berbeda dengan bursa saham utama Amerika Serikat yang secara resmi beroperasi pukul 09.30 hingga 16.00 waktu Timur (*Eastern Time* atau ET). Meskipun terdapat jeda penyelesaian transaksi selama 30 menit setelah pasar saham ditutup, aktivitas perdagangan kontrak berjangka tetap berlangsung di luar jam operasional bursa. Dengan demikian, pergerakan kontrak berjangka sering digunakan sebagai petunjuk awal untuk memperkirakan kondisi pasar saham ketika dibuka kembali pada pagi hari.

Ketika mengamati perkembangan pasar pada malam hari atau dini hari, Anda dapat menemukan informasi harga yang berasal dari perdagangan kontrak berjangka. Media keuangan seperti CNBC biasanya menampilkan informasi yang disebut *implied open*, yaitu perkiraan tingkat pembukaan indeks saham berdasarkan harga kontrak berjangka S&P 500

yang sedang berlaku. Informasi tersebut memberikan gambaran secara langsung mengenai kemungkinan posisi indeks ketika perdagangan resmi dimulai. Selain S&P 500, media keuangan juga menyajikan perkiraan pembukaan untuk indeks Dow Jones Industrial Average dan Nasdaq Composite. Di samping perdagangan kontrak berjangka, investor juga dapat melakukan transaksi saham di luar jam operasional resmi bursa melalui mekanisme *extended-hours trading*. Walaupun tidak tersedia kontrak berjangka untuk setiap saham individual, perdagangan saham tetap dapat dilakukan setelah bursa utama ditutup. Sebagai contoh, ketika bel penutupan Bursa Efek New York (*New York Stock Exchange*) berbunyi pada pukul 16.00 ET, aktivitas perdagangan di bursa utama memang telah berakhir. Namun, investor masih dapat memasukkan pesanan melalui jaringan komunikasi elektronik (*Electronic Communication Networks* atau ECN), yaitu sistem yang mempertemukan pesanan beli dan jual secara elektronik. Mekanisme ini telah dibahas sebelumnya pada Bab 10. Secara umum, perdagangan setelah jam bursa berlangsung mulai pukul 16.00 hingga sekitar pukul 20.00 ET, sehingga memberikan kesempatan tambahan bagi investor untuk menyesuaikan posisi investasinya berdasarkan informasi terbaru.

Perdagangan di luar jam operasional bursa tidak hanya tersedia bagi lembaga keuangan atau pelaku profesional, tetapi juga dapat diakses oleh investor individu melalui platform perdagangan tertentu. Meskipun demikian, investor perlu memahami bahwa transaksi pada periode tersebut biasanya dikenakan biaya yang lebih tinggi dibandingkan dengan perdagangan pada jam normal. Selain itu, tingkat likuiditas cenderung menurun karena jumlah pembeli dan penjual yang aktif lebih sedikit. Kondisi ini semakin terasa ketika mendekati pukul 20.00 ET, ketika aktivitas perdagangan semakin terbatas. Selisih antara harga beli dan harga jual (*bid-ask spread*) juga dapat melebar karena banyak penyedia likuiditas (*market maker*) telah menghentikan aktivitas perdagangan mereka pada hari tersebut. Selain perdagangan setelah jam bursa, terdapat pula perdagangan sebelum pasar dibuka yang dikenal sebagai *pre-market trading*. Mekanisme ini memiliki karakteristik serupa dengan *after-hours trading*, tetapi berlangsung pada pagi hari sebelum jam operasional resmi dimulai. Waktu pelaksanaannya umumnya berkisar antara pukul 04.00 hingga 09.30 ET, bergantung pada kebijakan platform yang digunakan. Melalui pembahasan ini, Anda telah mengenal opsi dan kontrak berjangka sebagai instrumen yang memiliki mekanisme serta risiko tersendiri dalam pasar keuangan. Pada bab berikutnya, yang sekaligus menjadi bab terakhir, pembahasan akan beralih pada merger dan akuisisi (*mergers and acquisitions* atau M&A). Topik ini sering menjadi perhatian media karena transaksi penggabungan dan pengambilalihan perusahaan tidak hanya dapat memengaruhi harga saham, tetapi juga berpotensi mengubah struktur persaingan dan arah perkembangan suatu industri.

BAB 15
MERGER, AKUISISI, DAN PERDAGANGAN ORANG DALAM

Merger dan akuisisi (*mergers and acquisitions* atau M&A) merupakan bagian penting dalam dunia bisnis karena dapat memengaruhi perkembangan perusahaan sekaligus mengubah persaingan dalam suatu industri. Merger adalah proses penggabungan dua perusahaan atau lebih untuk membentuk satu entitas bisnis baru. Umumnya, proses ini dilakukan melalui kesepakatan bersama karena masing-masing perusahaan melihat adanya manfaat yang dapat diperoleh dari kerja sama tersebut. Melalui merger, perusahaan dapat menggabungkan teknologi, informasi, tenaga kerja, serta sumber daya lainnya agar kegiatan operasional menjadi lebih efisien. Penggabungan tersebut juga memungkinkan perusahaan memperkuat kemampuan dan memperluas jangkauan bisnisnya. Salah satu contoh merger yang terkenal adalah penggabungan Exxon Corp. dan Mobil Corp. pada tahun 1998. Kedua perusahaan yang sebelumnya dikenal sebagai produsen minyak terbesar pertama dan kedua di Amerika Serikat tersebut kemudian bergabung menjadi ExxonMobil. Meskipun masing-masing perusahaan telah memiliki kemampuan bisnis yang kuat sebelum penggabungan, kerja sama tersebut membuat posisi perusahaan baru menjadi semakin besar dan kompetitif.

Salah satu tujuan utama penggabungan Exxon dan Mobil adalah memperkuat keberadaan perusahaan di pasar internasional agar mampu bersaing dengan perusahaan minyak besar lainnya di tingkat global. Berbeda dengan merger, akuisisi merupakan tindakan ketika sebuah perusahaan membeli lebih dari 50% saham perusahaan lain sehingga memperoleh kendali atas kepemilikan dan kegiatan bisnisnya. Akuisisi dapat berlangsung melalui kesepakatan yang bersahabat, tetapi dalam kondisi tertentu juga dapat terjadi tanpa persetujuan penuh dari pihak perusahaan yang menjadi sasaran. Perusahaan biasanya melakukan akuisisi untuk memperluas jangkauan pasar, memperoleh pelanggan baru, mengembangkan kemampuan bisnis, atau mengurangi jumlah pesaing. Salah satu contoh akuisisi strategis yang berhasil adalah pembelian Instagram oleh Facebook, yang kini dikenal sebagai Meta, pada tahun 2012. Saat itu, CEO Facebook, Mark Zuckerberg, mengeluarkan dana sekitar Rp 10 triliun untuk mengambil alih platform media sosial yang masih tergolong baru tersebut. Keputusan tersebut sempat dianggap terlalu mahal oleh banyak pihak karena Instagram belum memiliki skala bisnis sebesar Facebook. Namun, Zuckerberg melihat potensi jangka panjang Instagram yang dapat memberikan nilai strategis bagi perkembangan perusahaannya.

Keputusan Facebook mengakuisisi Instagram didasarkan pada pemahaman bahwa platform tersebut bukan hanya berpotensi menjadi pesaing, tetapi juga dapat berkembang menjadi bagian penting dari bisnis Facebook apabila berada di bawah pengelolaan yang tepat. Perkembangan selanjutnya membuktikan bahwa keputusan tersebut memberikan hasil yang sangat besar. Dalam kurun waktu sepuluh tahun setelah akuisisi, Instagram telah memiliki lebih dari dua miliar pengguna dan berkembang menjadi salah satu platform media sosial dengan tingkat keuntungan yang tinggi. Peristiwa seperti ini menunjukkan bahwa kabar

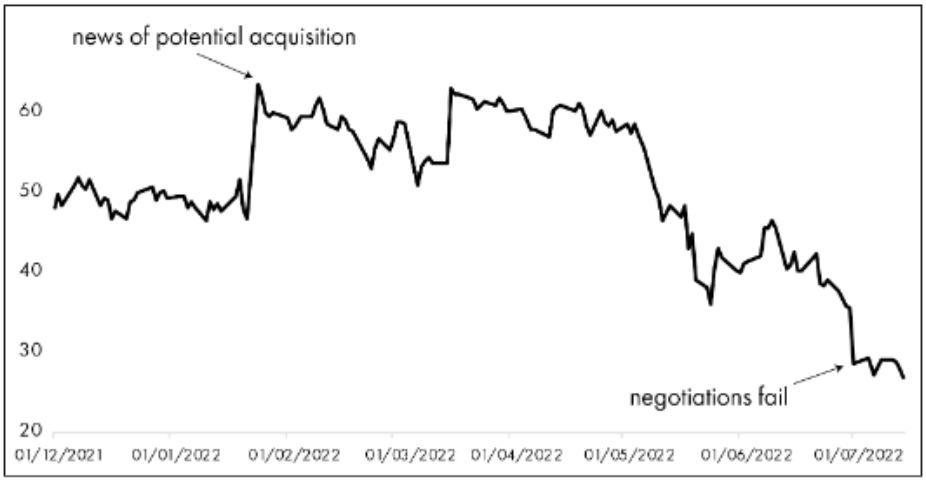
mengenai rencana merger atau akuisisi dapat memengaruhi harga saham perusahaan yang terlibat secara cepat. Perusahaan yang menjadi sasaran akuisisi umumnya ditawarkan dengan harga lebih tinggi daripada harga sahamnya di pasar. Selisih tambahan tersebut dikenal sebagai *premium* atau premi akuisisi. Karena mengharapkan adanya penawaran dengan harga yang lebih tinggi, investor biasanya mulai membeli saham perusahaan target sehingga harganya meningkat. Apabila kabar penawaran dianggap memiliki dasar yang kuat, harga saham dapat bergerak mendekati nilai akuisisi yang diperkirakan. Meskipun demikian, harga saham biasanya belum mencapai nilai penawaran tersebut karena kesepakatan masih belum resmi dan tetap memiliki kemungkinan untuk dibatalkan.

Selain pertimbangan bisnis, proses merger dan akuisisi juga harus memperhatikan ketentuan hukum serta persetujuan dari lembaga pengawas persaingan usaha. Di Amerika Serikat, salah satu lembaga yang memiliki kewenangan dalam mengawasi transaksi tersebut adalah *Federal Trade Commission* (FTC). Lembaga ini bertugas mencegah penggabungan atau pengambilalihan perusahaan yang berpotensi menciptakan monopoli, mengurangi persaingan, atau merugikan konsumen. Contohnya terjadi pada tahun 2011 ketika perusahaan telekomunikasi AT&T berencana mengakuisisi T-Mobile USA Inc. Namun, regulator menilai bahwa transaksi tersebut tidak sejalan dengan kepentingan masyarakat. Mereka khawatir hilangnya salah satu pesaing utama dalam industri telekomunikasi akan mengurangi pilihan konsumen dan menyebabkan biaya layanan menjadi lebih mahal. Selain itu, berkurangnya jumlah pesaing dapat membuat perusahaan yang tersisa tidak lagi memiliki dorongan kuat untuk meningkatkan kualitas layanan. Penolakan pemerintah terhadap suatu transaksi dapat memicu proses hukum yang panjang dan membutuhkan biaya besar. Dalam beberapa keadaan, perusahaan akhirnya memilih membatalkan rencana akuisisi karena hambatan tersebut, sebagaimana terjadi pada kesepakatan AT&T dan T-Mobile USA. Di luar persoalan regulasi, transaksi M&A juga dapat menghadapi kendala lain terutama berkaitan dengan penilaian nilai perusahaan dan ketersediaan pembiayaan.

Contoh mengenai pentingnya valuasi dan pembiayaan terlihat dalam rencana akuisisi Kohl's, sebuah perusahaan ritel asal Amerika Serikat yang sahamnya diperdagangkan dengan kode KSS. Pada Januari 2022, muncul kabar bahwa dua perusahaan ekuitas swasta mengajukan penawaran untuk membeli Kohl's. Informasi tersebut langsung mendorong kenaikan harga saham perusahaan hingga 36% dalam satu hari perdagangan. Nilai penawaran yang beredar diperkirakan mencapai Rp 640.000 hingga Rp 650.000 per lembar saham. Selama beberapa minggu berikutnya, harga saham Kohl's bergerak pada kisaran Rp 500.000 hingga Rp 600.000 karena investor terus memperhitungkan kemungkinan transaksi tersebut berhasil. Namun, manajemen Kohl's tidak serta-merta menyetujui rencana penjualan. Mereka menyatakan terbuka terhadap berbagai pilihan yang dapat meningkatkan nilai bagi pemegang saham, tetapi menilai bahwa penawaran tersebut belum mencerminkan nilai bisnis perusahaan secara keseluruhan. Di tengah proses pertimbangan tersebut, kondisi pasar saham secara umum mulai mengalami penurunan tajam akibat tekanan ekonomi makro. Penurunan ini membuat harga saham berbagai perusahaan ikut melemah. Kohl's yang masih berharap memperoleh

penawaran lebih tinggi akhirnya menghadapi situasi yang semakin sulit karena calon pembeli mulai mempertimbangkan kembali nilai penawaran awal mereka.

Situasi Kohl's semakin rumit ketika penurunan pasar saham terjadi bersamaan dengan kenaikan suku bunga. Kondisi tersebut memunculkan kekhawatiran bahwa lembaga perbankan akan lebih berhati-hati dalam memberikan pinjaman untuk membiayai akuisisi perusahaan berskala besar. Akibatnya, calon pembeli menghadapi tantangan dalam memperoleh pendanaan yang diperlukan untuk menyelesaikan transaksi. Perusahaan Kohl's pun berada dalam kondisi yang sangat tidak menguntungkan karena menghadapi tekanan dari berbagai arah sekaligus. Pada akhir Juni 2022, manajemen akhirnya mengumumkan bahwa pembicaraan mengenai penjualan perusahaan telah dihentikan. Pengumuman tersebut membuat harga saham Kohl's kembali merosot hingga berada pada kisaran Rp 300.000 per lembar, jauh di bawah nilai penawaran sebelumnya yang mencapai Rp 640.000 hingga Rp 650.000. Peristiwa ini memperlihatkan bahwa rencana akuisisi tidak selalu berakhir dengan kesepakatan, meskipun pada awalnya memperoleh respons positif dari pasar. Perubahan kondisi ekonomi, penilaian perusahaan, dan kemampuan pendanaan dapat memengaruhi keputusan seluruh pihak yang terlibat. Oleh karena itu, investor perlu memahami bahwa kenaikan harga saham akibat rumor akuisisi belum tentu menghasilkan keuntungan nyata apabila transaksi akhirnya gagal terlaksana. Situasi tersebut sejalan dengan pepatah bahwa lebih baik mempertahankan sesuatu yang sudah pasti daripada mengambil risiko terlalu besar demi harapan yang belum tentu terwujud.



Gambar 15.1 Grafik harga saham Kohl's (KSS)

Tidak semua transaksi merger dan akuisisi memberikan dampak yang sama terhadap suatu industri. Pada perusahaan ritel Kohl's, kemungkinan akuisisi diperkirakan hanya memberikan pengaruh terbatas terhadap sektor ritel secara keseluruhan karena perusahaan tersebut berfokus pada penjualan barang kebutuhan sekunder (*discretionary items*), seperti pakaian, sepatu, serta perlengkapan rumah tangga dan dapur. Namun, transaksi M&A yang melibatkan perusahaan besar dapat mengubah persaingan dalam industri secara lebih luas. Salah satu contohnya adalah akuisisi Whole Foods oleh Amazon pada 16 Juni 2017. Dengan

skala bisnis yang besar, hubungan pelanggan yang kuat, kemampuan teknologi yang maju, serta strategi operasional yang efektif, Amazon memiliki kemampuan untuk mengubah pola persaingan di berbagai sektor. Ketika Amazon mengambil alih Whole Foods, industri bahan pangan (*grocery*) langsung menghadapi kekhawatiran mengenai kemungkinan perubahan besar dalam pola bisnis ritel. Para pelaku industri tidak hanya khawatir Amazon akan merebut pangsa pasar perusahaan ritel tradisional, tetapi juga memperkirakan bahwa model bisnis berbasis teknologi dan layanan modern yang diterapkan Amazon dapat membuat sistem perdagangan bahan pangan konvensional semakin tertinggal. Meskipun kekhawatiran tersebut tidak sepenuhnya terbukti karena peritel tradisional masih mampu bertahan, dampak pengumuman akuisisi tersebut langsung terlihat pada pergerakan harga saham berbagai perusahaan ritel.

Tabel 15.1 Dampak ikutan merger dan akuisisi (M&A): Amazon membeli Whole Foods

Perusahaan	**Perubahan harga saham**
Whole Foods	+27%
Amazon	+2,44%
Walmart	−4,65%
Target	−5,16%
Costco	−7,19%
Kroger	−9,24%
Dollar General	−3,04%
SuperValu	−14,48%
Sprouts Market	−6,29%
Smart & Final Stores	−18,75%
Weis Markets	−4,75%
Ingles Markets	−3%

Pengumuman akuisisi Whole Foods memberikan pengaruh yang berbeda terhadap harga saham perusahaan-perusahaan di sektor ritel bahan pangan. Pemegang saham Whole Foods memperoleh keuntungan karena harga saham perusahaan meningkat sebesar 27%, sedangkan saham Amazon naik 2,44%. Sebaliknya, sejumlah perusahaan pesaing mengalami penurunan harga saham, antara lain Walmart sebesar 4,65%, Target sebesar 5,16%, Costco sebesar 7,19%, Kroger sebesar 9,24%, Dollar General sebesar 3,04%, SuperValu sebesar 14,48%, Sprouts Market sebesar 6,29%, Smart & Final Stores sebesar 18,75%, Weis Markets sebesar 4,75%, dan Ingles Markets sebesar 3%. Perubahan tersebut menunjukkan bahwa pasar tidak hanya memperhatikan keuntungan yang mungkin diperoleh perusahaan yang terlibat langsung dalam transaksi, tetapi juga mempertimbangkan dampaknya terhadap perusahaan lain dalam industri yang sama. Ketika akuisisi selesai, pemegang saham perusahaan yang diambil alih biasanya memperoleh pembayaran dalam bentuk uang tunai, saham dari perusahaan pengakuisisi, atau gabungan keduanya. Dalam transaksi Amazon dan Whole Foods, para pemegang saham Whole Foods menerima pembayaran tunai sebesar Rp 420.000 untuk setiap lembar saham. Nilai tersebut mencerminkan premi sebesar 27%

dibandingkan harga saham sebelum pengumuman akuisisi. Bagi pemegang saham Whole Foods, transaksi ini memberikan keuntungan langsung karena mereka menerima pembayaran sesuai harga yang telah disepakati dalam proses pengambilalihan perusahaan.

Memahami berbagai keberhasilan dan kegagalan merger serta akuisisi dapat memberikan wawasan penting bagi mahasiswa bisnis, pemimpin perusahaan, maupun pihak yang terlibat dalam pengambilan keputusan strategis. Berbagai contoh transaksi M&A dapat dipelajari melalui sumber daring maupun buku-buku bisnis untuk mengetahui faktor yang memengaruhi keberhasilan suatu penggabungan atau pengambilalihan perusahaan. Dari sudut pandang investor, peristiwa M&A dapat memberikan pengaruh secara langsung melalui perubahan harga saham perusahaan yang terlibat, maupun secara tidak langsung melalui perubahan persaingan dalam suatu industri. Meskipun demikian, investor sebaiknya tidak menjadikan rumor akuisisi sebagai dasar utama untuk berspekulasi mengenai saham perusahaan tertentu. Hal ini karena proses M&A melibatkan banyak faktor yang sulit dipastikan, seperti persetujuan regulator, kesepakatan harga, kondisi ekonomi, ketersediaan pendanaan, dan keputusan manajemen. Seluruh faktor tersebut dapat berubah sewaktu-waktu sehingga rencana transaksi yang awalnya terlihat menjanjikan belum tentu berhasil diwujudkan. Oleh sebab itu, investor perlu mempertimbangkan risiko secara matang dan tidak terburu-buru mengambil keputusan hanya berdasarkan kabar mengenai kemungkinan suatu perusahaan akan diakuisisi.

15.1 KONSEP, REGULASI, DAN RISIKO PERDAGANGAN ORANG DALAM

Peluang memperoleh keuntungan dalam waktu singkat dari saham perusahaan yang akan diakuisisi dapat mendorong seseorang untuk memanfaatkan informasi rahasia yang belum diketahui publik. Sebelum suatu akuisisi diumumkan secara resmi, biasanya terdapat sejumlah pihak yang telah mengetahui rencana tersebut. Pihak-pihak tersebut mencakup karyawan internal dari kedua perusahaan yang terlibat dan bertugas mengevaluasi kelayakan kesepakatan. Dalam prosesnya, mereka mungkin bekerja sama atau berkonsultasi dengan berbagai tenaga profesional, seperti akuntan, analis keuangan, dan pengacara. Informasi mengenai rencana akuisisi juga berpotensi diketahui oleh teman, keluarga, maupun rekan kerja mereka. Kondisi ini membuat informasi rahasia lebih mudah tersebar kepada pihak yang tidak memiliki kewenangan untuk mengetahuinya. Oleh karena itu, terdapat peraturan ketat yang melarang transaksi saham berdasarkan informasi penting yang belum dipublikasikan atau dikenal sebagai *insider information*. Di Amerika Serikat, pengawasan dan penegakan aturan tersebut dilakukan oleh *Securities and Exchange Commission* (SEC). Meskipun batas antara tindakan yang diperbolehkan dan pelanggaran terkadang terlihat tidak terlalu jelas, prinsip dasarnya tetap sama, yaitu seseorang tidak boleh memperoleh keuntungan dengan memanfaatkan informasi rahasia yang belum tersedia bagi seluruh investor.

Untuk memahami perbedaan antara informasi publik dan informasi orang dalam, perhatikan contoh berikut. Jika seorang teman yang gemar mendengarkan musik melalui Spotify menyarankan Anda membeli saham perusahaan tersebut karena ia memperkirakan Spotify akan diakuisisi, Anda masih dapat mempertimbangkan sarannya. Hal itu hanya

merupakan pendapat atau perkiraan pribadi yang tidak didasarkan pada pengetahuan khusus mengenai rencana akuisisi. Namun, situasinya akan berbeda apabila teman tersebut merupakan eksekutif senior Spotify yang mengetahui secara langsung bahwa perusahaan sedang menerima tawaran akuisisi, kemudian meminta Anda membeli saham berdasarkan informasi tersebut. Tindakan semacam ini termasuk perdagangan menggunakan informasi material yang belum diumumkan kepada publik dan dapat dikategorikan sebagai *insider trading*. Pelanggaran tersebut bukan persoalan sepele karena dapat dikenai sanksi hukum yang berat. Hukuman yang disebutkan dalam ketentuan Amerika Serikat dapat berupa denda hingga Rp80 miliar dan pidana penjara maksimal 20 tahun. Dengan demikian, siapa pun yang terlibat dalam transaksi saham tetap harus mematuhi peraturan yang berlaku. Jabatan tinggi, hubungan pribadi, maupun kedekatan dengan pihak internal perusahaan tidak menjadikan seseorang terbebas dari tanggung jawab hukum.

Salah satu kasus yang pernah menarik perhatian publik adalah perkara Martha Stewart, seorang selebritas televisi Amerika Serikat yang pada tahun 2004 dinyatakan bersalah dalam kasus yang berkaitan dengan perdagangan orang dalam. Meskipun hingga saat ini ia tetap menyatakan bahwa dirinya tidak bersalah, transaksi saham yang dilakukannya dalam situasi yang dianggap mencurigakan telah menarik perhatian SEC. Atas kasus tersebut, ia dijatuhi hukuman penjara selama lima bulan, masa pengawasan selama dua tahun, serta denda sebesar Rp480 juta. Kasus ini menjadi pengingat bahwa transaksi yang berkaitan dengan informasi rahasia dapat membawa konsekuensi serius, bahkan bagi seseorang yang memiliki reputasi dan pengaruh besar. Oleh karena itu, investor sebaiknya menghindari segala tindakan yang berpotensi dianggap sebagai perdagangan berdasarkan informasi yang belum dipublikasikan. Keuntungan yang mungkin diperoleh tidak sebanding dengan risiko denda, hukuman penjara, dan dampak negatif terhadap reputasi. Di sisi lain, apabila saham yang Anda miliki diakuisisi melalui pembayaran tunai, dana hasil transaksi tersebut dapat digunakan kembali untuk mencari peluang investasi lainnya. Investor dapat mengevaluasi berbagai pilihan dan menentukan instrumen yang sesuai dengan tujuan keuangannya. Pasar saham selalu menghadirkan beragam kesempatan baru, sehingga investor memiliki ruang untuk terus mengembangkan strategi investasinya secara bijaksana.

15.2 PENUTUP DAN PENGEMBANGAN WAWASAN PASAR SAHAM

Sepanjang pembahasan dalam buku ini, kita telah mempelajari berbagai hal mendasar mengenai perusahaan, saham, dan pasar saham. Pengetahuan tersebut memberikan pemahaman tentang bagaimana sebuah perusahaan dibentuk, bagaimana struktur organisasinya berjalan, serta bagaimana kinerja perusahaan dapat dinilai. Kita juga telah mengenal pengertian saham, cara seseorang memperoleh kepemilikan saham, dan berbagai mekanisme yang memungkinkan investor mendapatkan keuntungan dari kepemilikan tersebut. Selain itu, pembahasan mencakup aspek penting dalam pasar saham, mulai dari tempat dan proses perdagangan saham hingga berbagai indeks yang menggambarkan kondisi segmen pasar tertentu. Buku ini tidak secara khusus menilai atau merekomendasikan strategi investasi tertentu. Hal tersebut memang disengaja karena pengetahuan mengenai saham tidak

selalu harus berujung pada keputusan untuk berinvestasi. Ada orang yang mempelajari pasar saham untuk kebutuhan pekerjaan, pendidikan, maupun sekadar memperluas wawasan keuangan. Oleh sebab itu, langkah berikutnya dapat disesuaikan dengan tujuan masing-masing, baik untuk mulai berinvestasi maupun untuk terus memahami perkembangan dunia pasar modal.

Salah satu cara sederhana untuk memperdalam pemahaman tersebut adalah dengan mengikuti perkembangan pasar saham secara rutin, baik setiap hari maupun setiap minggu. Informasi dapat diperoleh melalui surat kabar, blog, buletin keuangan, atau tayangan televisi yang membahas perkembangan ekonomi dan pasar modal. Anda tidak perlu menghabiskan banyak waktu untuk melakukannya; cukup luangkan beberapa menit secara konsisten untuk membaca atau menyimak informasi yang tersedia. Semakin sering Anda mengikuti perkembangan pasar, semakin mudah pula berbagai istilah, konsep, dan mekanisme yang telah dipelajari dipahami dalam konteks nyata. Proses ini serupa dengan mempelajari bahasa asing, yaitu kemampuan akan berkembang lebih baik ketika seseorang terbiasa mendengar, membaca, dan menggunakan bahasa tersebut dalam kehidupan sehari-hari. Bagi pembaca yang ingin melangkah lebih jauh dan mempelajari cara berinvestasi, tersedia banyak buku serta sumber informasi lain yang dapat dijadikan bahan pembelajaran. Sebagai tambahan, bagian selanjutnya memperkenalkan secara singkat buku pertama penulis yang berjudul *The World's Simplest Stock Picking Strategy: How to Make Money Investing in the Companies in Your Life*. Buku tersebut membahas pendekatan investasi yang digunakan penulis untuk memilih perusahaan yang produknya dikenal dan dimanfaatkan dalam kehidupan sehari-hari. Pada akhirnya, semoga pengetahuan yang diperoleh melalui buku ini dapat menjadi bekal dalam memahami pasar saham dan membantu Anda menentukan langkah selanjutnya sesuai dengan tujuan masing-masing. Selamat menempuh perjalanan di dunia pasar saham dan semoga setiap keputusan yang diambil memberikan pengalaman serta pembelajaran yang berharga.

DAFTAR PUSTAKA

Yang, Y., Zhang, Y., Wu, M., Zhang, K., Zhang, Y., Yu, H., ... & Wang, B. (2026). Twinmarket: A Scalable Behavioral And Social Simulation For Financial Markets. *Advances In Neural Information Processing Systems*, *38*, 63469-63519.

Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., & Kost, K. (2026). Policy News And Stock Market Volatility. *Journal Of Financial Economics*, *175*, 104187.

Gregory, J. (2026). *The Xva Challenge: A Valuation Adjustment Framework For Modern Derivatives Markets*. John Wiley & Sons.

Mo, C., Hu, X., Imran, M., Khan, M. K., Guang, Y., & Xu, Z. (2026). Striking A Balance: The Crucial Role Of Climate Risk Disclosure In Correcting Overvaluation And Undervaluation In Stock Markets. *Financial Innovation*, *12*(1), 102.

Maurya, P. K., Bansal, R., & Mishra, A. K. (2026). Investor Sentiment And Its Implication On Global Financial Markets: A Systematic Review Of Literature. *Qualitative Research In Financial Markets*, *18*(1), 209-248.

Andre, P., Schirmer, P., & Wohlfart, J. (2026). Mental Models Of The Stock Market. *The Quarterly Journal Of Economics*, Qjag039.

Malinova, K., & Park, A. (2026). Tokenized Stocks For Trading And Capital Raising. *Research Policy*, 105497.

Boermans, M. (2026). A Literature Review Of Securities Holdings Statistics Research And A Practitioner's Guide. *Journal Of Economic Surveys*, *40*(2), 632-658.

Hu, Y., Li, Y., Liu, P., Zhu, Y., Li, N., Dai, T., ... & Jiang, C. (2026). A Comprehensive And Practical Benchmark For Financial Time Series Forecasting. *Frontiers Of Computer Science*, *20*(10), 2010629.

Abdeldayem, M., & Aldulaimi, S. (2026). Innovative Pathways In Capital Markets: The Fusion Of Behavioural Finance And Fintech For Strategic Investor Decision-Making. *International Journal Of Organizational Analysis*, *34*(3), 818-842.

Gong, H. (2026). Ai Agents In Financial Markets: Architecture, Applications, And Systemic Implications. *Fintech*, *5*(2), 34.

Sobel, A. C., & Sobel, A. C. (2026). *Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers And Liberalizing Securities Markets*. University Of Michigan Press.

Mensah, L., Arhinful, R., Amin, H. I. M., & Adedokun, M. W. (2026). Impact Of Corporate Green Investment On Corporate Ethical Performance Among Nonfinancial Firms Listed On The Tokyo Stock Exchange. *Business Strategy And The Environment*.

Gordon, J., & Ringe, W. G. (2026). *The Oxford Handbook Of Corporate Law And Governance 2e*. Oxford University Press.

Gudarzi Farahani, Y., Mirarab Baygi, S. A., Abbasi Nahoji, M., & Roshdieh, N. (2026). Presenting The Early Warning Model Of Financial Systemic Risk In Iran's Financial Market Using The Lstm Model. *International Journal Of Finance & Managerial Accounting*, *11*(42), 29-38.

Robinson, A., Butow, E., & Garcia, S. (2026). *Ultimate Guide To Social Media Marketing*. Simon And Schuster.

Wang, Z. Z., Vijayvargiya, S., Chen, A., Zhang, H., Arangarajan, V. A., Chen, J., ... & Neubig, G. (2026). How Well Does Agent Development Reflect Real-World Work?. *Arxiv Preprint Arxiv:2603.01203*.

Federle, J., Meier, A., Müller, G. J., & Sehn, V. (2026). Proximity To War: The Stock Market Response To The Russian Invasion Of Ukraine. *Journal Of Money, Credit And Banking*, *58*(3), 681-703.

Federle, J., Meier, A., Müller, G. J., & Sehn, V. (2026). Proximity To War: The Stock Market Response To The Russian Invasion Of Ukraine. *Journal Of Money, Credit And Banking*, *58*(3), 681-703.

Mensah, L., Arhinful, R., Obeng, H. A., & Gyamfi, B. A. (2026). Corporate Social Responsibility (Csr) Governance Systems In Shaping Firms' Environmental Innovation On The London Stock Exchange. *Corporate Social Responsibility And Environmental Management*, *33*(3), 3506-3522.

Cecchetti, S. G., & Schoenholtz, K. L. (2026). Making Banking Safe. In *Research Handbook Of Macroprudential Policy* (Pp. 27-52). Edward Elgar Publishing.

Laudenbach, C., Weber, A., Weber, R., & Wohlfart, J. (2026). Beliefs About The Stock Market And Investment Choices: Evidence From A Survey And A Field Experiment. *The Review Of Financial Studies*, *39*(6), 1654-1699.

Enescu, A. G., & Răileanu Szeles, M. (2026). Geopolitical Risks And Global Stock Market Dynamics: A Quantile-Based Approach. *International Journal Of Financial Studies*, *14*(4), 85.

Huang, Y. H., Xu, C., Liu, Y., Liu, W., Li, W. J., & Bian, J. (2026, March). Controllable Financial Market Generation With Diffusion Guided Meta Agent. In *Proceedings Of The Aaai Conference On Artificial Intelligence* (Vol. 40, No. 1, Pp. 462-470).

Ding, H., Li, Y., Wang, J., Chen, H., Guo, D., & Zhang, Y. (2026, February). Large Language Model Agent In Financial Trading: A Survey. In *Proceedings Of The 2026 9th International Conference On Computers In Management And Business* (Pp. 76-83).

Ferrara, M., Ciano, T., Nava, C. R., & Cananà, L. (2026). Multi-Criteria Decision Analysis: Hesitant Fuzzy Methodology Towards Expert Systems For Analyzing Financial Markets Dynamics: M. Ferrara Et Al. *Soft Computing*, *30*(3), 1813-1828.

Bäck, M., Wilhelm, M., Marcin, T., Machado, F. V., Sandberg, A., Buccheri, S., ... & Hansen, D. (2026). 2026 Esc Guidelines On Cardiac Rehabilitation: Developed By The Task Force On Cardiac Rehabilitation Of The European Society Of Cardiology (Esc) Endorsed By The European Society Of Physical And Rehabilitation Medicine (Esprm) And World Organization Of Family Doctors (Wonca). *European Heart Journal*, *47*(39), 5631-5729.

Weiss, A. (2026). *Getting Started In Consulting: The Comprehensive Guidebook For Rapid Growth In The Profession*. John Wiley & Sons.

Bradshaw, M. T., Ma, C., Yost, B. P., & Zou, Y. (2026). Generative Ai Use By Capital Market Information Intermediaries: Evidence From Seeking Alpha. *Journal Of Accounting Research*, *64*(3), 1233-1286.

Bianchi, F., Ludvigson, S. C., & Ma, S. (2026). What Hundreds Of Economic News Events Say About Belief Overreaction In The Stock Market. *The Review Of Financial Studies*, Hhag062.

Li, X., & Ban, C. (2026). Financing Technological Innovation In China: Neo-Developmental Financial Statecraft Through Government Guidance Funds. *Review Of International Political Economy*, *33*(1), 131-161.

Bell, S., Chavaz, M., Hofmann, B., Rees, D., & Rottner, M. (2026). Evolving Approaches To Monetary Policy Communication In The Face Of Uncertainty: Fan Charts, Scenarios And Guidance. *Bis Quarterly Review*, *17*.

Rivandi, E. (2026). Fintech And The Level Of Its Adoption In Different Countries Around The World. *Management Science Advances*, *3*(1), 45-61.

Singh, S., Singh, M., & Attri, S. (2026). Dynamic Volatility Linkages Among Crude Oil, Exchange Rate, Interest Rate, Gold And Equity Markets: An Empirical Asian Perspective. *Managerial Finance*, *52*(1), 160-182.

Hou, Y., Jiang, Y., Xie, Y., Yang, J., Zhang, L., Huang, H., ... & Chen, Y. (2026, July). Finsafetybench: Evaluating Llm Safety In Real-World Financial Scenarios. In *Findings Of The Association For Computational Linguistics: Acl 2026* (Pp. 14181-14208).

Schaeffer, B. (2026). *The Option Advisor: Wealth-Building Techniques Using Equity & Index Options*. John Wiley & Sons.

Choudhary, P. K., Innan, N., Shafique, M., & Singh, R. (2026). Hqnn-Fsp: A Hybrid Classical-Quantum Neural Network For Regression-Based Financial Stock Market Prediction. *Quantum Machine Intelligence*, *8*(1), 55.

Panduan Sederhana
PASAR SAHAM

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