

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Growth stock adalah saham yang memiliki nilai pasar lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya, namun dikatakan sebagai saham yang memiliki tingkat pengembalian yang rendah di masa depan. Meski begitu, sampai sekarang masih banyak investor yang suka untuk membentuk portofolio dengan *growth stock*. Hal ini dikaitkan dengan *conventional wisdom*, yang mengatakan bahwa portofolio *growth stock* memiliki tingkat pertumbuhan *cash flow* masa depan yang jauh lebih tinggi dibandingkan portofolio *value stock*. Sampai sekarang, pernyataan tersebut masih dipegang luas oleh beberapa investor. Salah satu karakteristik umum dari *growth stock* adalah mempunyai rasio *price to earnings* yang tinggi. Namun, pernyataan *conventional wisdom* yang menyatakan bahwa *growth stock* memiliki tingkat pertumbuhan arus kas masa depan yang lebih tinggi dibandingkan *value stock* masih menjadi sebuah perdebatan yang menarik untuk dibahas.

Ada empat alasan *conventional wisdom* masih menjadi acuan investor sampai sekarang. Yang pertama, menurut rumus Gordon yaitu $P/D = 1/(r-g)$, dimana saham dengan harga lebih tinggi pasti memiliki laju pertumbuhan arus kas yang lebih tinggi. Kedua, Fama dan French (1995) mengatakan bahwa *growth stock* memiliki *cash flow* yang unggul dibandingkan *value stock* dengan melihat nilai *Return on Equity* (ROE) nya. Dengan menggunakan

profitability dalam mengukur *cash flow* dengan nilai *Return On Equity*, Fama dan French (1995) menunjukkan bahwa *growth stock* memiliki *cash flow* yang lebih tinggi daripada *value stock* bahkan lima tahun setelah dibentuk ke dalam portofolio. Ketiga, dalam regresi pertumbuhan dividen masa depan pada rasio *book-to-market*, koefisien sangat negatif, bahkan untuk tingkat pertumbuhan dividen sepuluh tahun di masa depan. Terakhir, Dechow, Sloan, dan Soliman (2004) dan Da (2009) menemukan bahwa *growth stock* memiliki periode arus kas yang jauh lebih lama.

Namun, pendapat ini kemudian memunculkan kebingungan (*puzzling*) di antara peneliti-peneliti yang lain dan juga para investor dalam membentuk portofolio nya. Beberapa peneliti yang lain menemukan bahwa ternyata *cash flow* dari *value stock* ternyata mengungguli *growth stock*, termasuk Fama dan French sendiri, dan juga salah satu nya oleh Lettau dan Wachter (2007, 2011) dan Croce, Lettau, dan Ludvigson (2010) yang menjelaskan dari sisi lain, yaitu pengaruh durasi terhadap *value premium* saham. *Value premium* merupakan fenomena yang terjadi di bursa saham, yaitu keunggulan (selisih lebih) *return value stock* dibandingkan *growth stock* (Athanassakos, 2009).

Teori yang diajukan oleh Lettau dan Wachter (2007, 2011) dan Croce, Lettau, dan Ludvigson (2010) melalui penemuannya adalah struktur waktu dalam investasi ekuitas memiliki bentuk *downward sloping* (aset yang berdurasi panjang memiliki *expected return* yang lebih rendah), serta *growth* dan *value stock* berbeda secara substansial dalam waktu arus kas. Arus kas

growth stock tumbuh lebih cepat dan bersifat memanjang, sehingga memiliki *expected return* lebih rendah dibanding *value stock*. Penemuan ini diperkuat oleh Binsbergen, Brandt, dan Koijen (2012) yang juga menemukan bentuk *downward sloping* ekuitas dalam portofolio pasar, dimana sama dengan model penelitian penentuan harga aset yang dari Lettau dan Wachter (2007).

Chen (2017) juga dalam penelitiannya, menunjukkan bahwa *cash flow value stock* tumbuh lebih cepat dari *growth stock*. Dalam penelitiannya, Chen (2017) menemukan dalam *rebalanced portfolio*, *value stock* terbukti unggul. Selain itu, bertentangan dengan teori *conventional wisdom*, Chen (2017) juga menemukan bahwa dalam *buy-and-hold portfolio*, *value stock* terbukti memiliki tingkat pertumbuhan arus kas masa depan yang jauh lebih tinggi daripada *growth stock*. Pertama, dalam periode sampel modern (setelah tahun 1963), dalam kuintil *growth stock*, dividen nya hanya tumbuh sedikit lebih tinggi dari kuintil *value stock*, dimana perbedaan tingkat pertumbuhan jangka panjang sekitar 2% per tahun (jauh lebih kecil dari yang diasumsikan dalam penjelasan berdasarkan durasi dari *value premium* yaitu 19%).

Kedua, pada periode sampel awal (sebelum 1963), dividen *value stock* tumbuh lebih cepat daripada *growth stock*, setidaknya dalam sepuluh tahun pertama setelah pembentukan portofolio, dan pada periode jangka panjang dalam portofolio *buy-and-hold*, baik *growth* dan *value stock* memiliki tingkat pertumbuhan yang sama dalam dividen. Ketiga, dalam periode sampel modern, laba *value stock* tumbuh lebih cepat daripada *growth stock*, meskipun perbedaannya kadang-kadang tidak signifikan secara statistik.

Ini membingungkan karena jika melihat karakteristik datanya, baik dalam pembentukan *buy-and-hold portfolio* dan *rebalanced portfolio*, keduanya merupakan cara yang valid dalam melihat *cash flow* kedua saham tersebut. Pada dasarnya, kedua jenis portofolio saham tersebut memiliki dua aliran arus kas yang memiliki nilai sekarang yang sama dan laba tahun pertama yang sama, selaras dengan dua aliran dividen dalam Miller dan Modigliani (1961). Selain itu, metode *rebalanced portfolio* adalah praktik standar dalam penentuan harga aset empiris (Fama dan French, 1992), dan cenderung lebih homogen dari waktu ke waktu. Sedangkan *buy-and-hold portfolio* mencerminkan perilaku level perusahaan. Penjelasan teoritis tentang *value premium* biasanya dimulai dengan memodelkan perilaku level perusahaan, dan karena itu memiliki implikasi langsung dengan *buy and hold portfolio*.

Lewat hasil penelitiannya di atas, kemudian Chen (2017) membuat bantahan atas *conventional wisdom* mengenai keunggulan *cash flow* dari *growth stock* terhadap *value stock*. Pertama, disebutkan bahwa ketika membandingkan *value stock* dengan *growth stock*, tidak semua aspek sama. Jika kita mempertimbangkan bahwa *value stock* memiliki pengembalian yang diharapkan lebih tinggi daripada *growth stock*, maka dalam model penilaian sesungguhnya menyiratkan bahwa *growth stock* memiliki tingkat pertumbuhan yang sama terhadap *value stock* dalam *buy-and-hold portfolio*, dan memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih rendah daripada *value stock* dalam *rebalanced portfolio*.

Kedua, mengenai Fama dan French (1995), pada beberapa hasil penelitian mereka, justru menyiratkan bahwa *growth stock* memiliki tingkat pertumbuhan laba yang lebih rendah. Fama dan French (1998) melakukan penelitian terhadap *value strategy* di 13 bursa di dunia, di mana diperoleh kesimpulan bahwa portofolio *value stock* menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *growth stock* di 12 bursa dari 13 bursa yang diteliti dalam observasi tahun 1975-1995. Ketiga, regresi tingkat pertumbuhan dividen tunduk pada bias ketahanan hidup. Setelah memperhitungkan bias ketahanan hidup, ekuitas *book-to-market* yang tinggi tidak lagi memprediksi tingkat pertumbuhan dividen yang lebih rendah di masa depan. Terakhir, penelitian oleh Dechow, Sloan, dan Soliman (2004) dan Da (2009) bias terhadap *cash-flow growth stock* dalam jangka waktu yang lebih lama.

Selain itu, Chen (2017) juga menyoroti hasil penelitian oleh Fama dan French (1995). Chen (2017) mengatakan bahwa *conventional wisdom* yang selama ini berpihak kepada *growth stock* dalam kenyataannya hanya menggunakan tingkat *profitability* dalam pengujiannya. Tentu hal ini menjadi keuntungan tersendiri bagi *growth stock* yang memang memiliki tingkat rasio P/B dan pendapatan yang tinggi. Namun, jika variabel yang digunakan adalah dividen, maka penemuan yang dihasilkan, akan berlawanan dengan *conventional wisdom*, dimana *value stock* unggul dalam *cash flow* nya dibandingkan *growth stock*.

Penelitian mengenai *value stock* dan *growth stock* sendiri juga sudah pernah dilakukan di Indonesia, namun masih menjadi topik yang perlu

dibuktikan lebih lanjut. Hal ini karena, beberapa penelitian yang dilakukan di Indonesia mengenai *growth stock* dan *value stock*, kebanyakan hanya menghitung dengan variabel *stock return* dengan melihat harga saham, *profitability*, dan menghitung tingkat risiko yang berkaitan langsung dengan tingkat pengembaliannya. Salah satu penelitian di Indonesia dilakukan oleh Sukarsono (2008) yang menemukan kinerja *value stock* memberikan tingkat pengembalian lebih besar dibandingkan dengan *growth stock* pada perusahaan dengan *size* yang besar. Sehingga, di dalam penelitian kali ini, peneliti akan mencoba melihat fenomena di Indonesia, dengan tidak hanya menghitung nilai *profitability* nya saja, tetapi juga melihat bagaimana tingkat pertumbuhan *profitability* dari kedua portofolio saham tersebut. Dan juga, peneliti akan mencoba melihat bagaimana arus kas kedua portofolio saham dengan menggunakan perhitungan dividen nya. Hal ini juga sekaligus menguji mengenai kebenaran dari *conventional wisdom* mengenai *growth stock*, yang selama ini masih dipegang teguh oleh beberapa investor.

Maka dari itu, topik ini masih menjadi suatu yang menarik untuk dibahas, khususnya di Indonesia, dimana masih banyak investor yang percaya dan mengungguli saham-saham yang tergolong dalam *growth stock*. Dan juga dengan kemajuan bursa Indonesia sendiri yang ditunjukkan dengan pertumbuhan IHSG dan gencarnya pemerintah agar masyarakat bisa menabung dalam saham, serta adanya fenomena *Warren Buffet* nya Indonesia, maka dalam penelitian ini diharapkan mampu untuk membantu investor dalam menemukan cara terbaik dalam pembentukan portofolio nya.

1.2 Perumusan dan Batasan Masalah

1.2.1 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka rumusan masalah adalah :

1. Apakah *cash flow* dari *growth stock* tumbuh lebih cepat dari *value stock* ?

1.2.2 Batasan masalah

Dalam penelitian ini, beberapa batasan yang penulis lakukan adalah :

- a. Sampel yang digunakan adalah perusahaan – perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia
- b. Penelitian yang dilakukan berfokus selama 19 tahun selama kurun waktu 1999-2017, pasca krisis tahun 1998.

1.3 Tujuan penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka tujuan penelitian adalah untuk menganalisis:

1. Keunggulan *cash flow* dari *growth stock* terhadap *value stock*

1.4 Manfaat penelitian

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat :

- a. Bagi para investor dalam melakukan pemilihan saham yang tepat serta strategi investasi yang tepat untuk memperoleh keuntungan investasi dalam produk saham.

- b. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat untuk mengetahui *cash flow* saham yang lebih unggul di pasar modal Indonesia selama kurun waktu 19 tahun terakhir.
- c. Penelitian ini dapat dijadikan sebagai acuan untuk penelitian lebih lanjut khususnya untuk penelitian dalam membuktikan tingkat arus kas dari *growth stock* dan *value stock* di Indonesia menggunakan variabel yang berbeda dari penelitian – penelitian sebelumnya.

1.5 Sistematika Penelitian

Penulisan thesis ini terbagi dalam lima bab yang disusun dalam sistematika sebagai berikut:

Bab I Pendahuluan

Bab ini berisi latar belakang masalah, rumusan dan batasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan proposal.

Bab II Tinjauan Pustaka

Bab ini menjelaskan landasan teori yang relevan dan hasil studi empirik yang relevan dengan penelitian dan hipotesis konseptual. Dalam bab ini akan dijelaskan mengenai teori dari *conventional wisdom* antara *growth stock* dan *value stock*, serta penemuan-penemuan terdahulu, serta hipotesis yang dibangun peneliti dalam membuktikan penelitiannya.

Bab III Metode Penelitian

Bab ini menjelaskan mengenai pembentukan sampel penelitian, pembagian kuartil dan perhitungan variabel penelitian, definisi operasional variabel, serta metode analisis data.

Bab IV Hasil dan Pembahasan Penelitian

Bab ini membahas mengenai hasil deskriptif data yang digunakan dan analisa hasil dari variabel-variabel penelitian, serta pembahasannya.

Bab V Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi simpulan hasil penelitian dan saran terkait dengan penelitian.

