

**ANALISIS SAHAM – SAHAM YANG *UNDERVALUED*
DI BEI BERDASARKAN MODEL *VALUE INVESTING*
DARI BENJAMIN GRAHAM**



TESIS

oleh

Reinandus Aditya Gunawan

2007811004

**MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS KATOLIK PARAHYANGAN
2009**

**ANALISIS SAHAM – SAHAM YANG *UNDERVALUED* DI
BEI BERDASARKAN MODEL *VALUE INVESTING*
DARI BENJAMIN GRAHAM**

**Reinandus Aditya Gunawan
2007811004**

PERSETUJUAN TESIS

Penguji merangkap Pembimbing :
Yanuarita Hendrani, Phd.

Penguji :
Achmad Faisal, Ir, MBA.

Penguji :
Tedy Wahyusaputra, SE, MM.

ABSTRAK

Model *Value Investing* dari *Benjamin Graham* adalah metode untuk menyeleksi saham yang *undervalue* terhadap nilai aset dari sebuah perusahaan terbuka. Saham *undervalue* diharapkan dalam jangka panjang (5 tahun) dapat memberikan *capital gain*. Saham dapat dikatakan *undervalue* apabila analisis terhadap saham tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan secara keseluruhan berada di atas harga pasar saham perusahaan tersebut. Penulis menggunakan gabungan kriteria Benjamin Graham untuk mencari saham yang *undervalue*. Gabungan kriterium tersebut terdiri dari Kelompok I : kriterium 1 dan kriterium 6; Kelompok II : kriterium 3 dan kriterium 6; Kelompok III : kriterium 1, kriterium 3 dan kriterium 6; dan Kelompok IV : kriterium 1, kriterium 6 dan kriterium 9. Penjabaran dari kriterium tersebut adalah kriterium 1. *An earnings-to-price yield at least twice the AAA bond yield*; kriterium 3. *A dividend yield of at least two-thirds the AAA bond yield*; kriterium 6. *Total debt less than book value*; dan kriterium 9. *Earnings growth of prior 10 years at least at a 7 per cent annual (compound) rate*.

Pencarian saham yang tergolong *undervalue* dilakukan terhadap 326 perusahaan yang *listing* di BEI pada tahun 2003. Dari 326 perusahaan tersebut terdapat 221 perusahaan yang memperoleh *capital gain*. Dari 221 saham yang mewakili perusahaan tersebut ada 14 saham yang memenuhi kriterium pada Kelompok I; 3 saham yang memenuhi kriterium pada Kelompok II; 1 saham yang yang memenuhi kriterium pada Kelompok III; dan 3 saham yang yang memenuhi kriterium pada Kelompok IV. Model *CAPM* digunakan untuk menguji apakah saham tersebut memberi *return* di atas *return* pasar. Dari hasil model *CAPM* didapatkan bahwa hampir semua saham yang masuk kriteria di atas, tidak secara signifikan memberi *return* di atas *return* pasar.

Kondisi tidak signifikan tersebut kemungkinan disebabkan oleh guncangan karena kenaikan harga BBM di tahun 2005 yang mengakibatkan kenaikan harga saham yang terkait dengan energi, seperti BUMI dan pengganti BBM seperti AALI. Saham tersebut mendominasi pasar saham Indonesia karena banyak spekulator, baik lokal maupun asing, yang berusaha mendongkrak harga saham tersebut, sehingga berpengaruh besar terhadap kenaikan IHSG. Saham seperti BUMI dan AALI tidak masuk ke dalam kriteria saham *undervalue* menurut model *value investing* dari *Benjamin Graham*. Portofolio saham yang diambil secara random serta tidak terseleksi menurut model *value investing* dari *Benjamin Graham* dan bukan berasal dari sektor energi dan agro memberikan rerata *capital gain* yang lebih rendah dibandingkan dengan portofolio saham yang terseleksi menurut model *value investing* dari *Benjamin Graham*.

ABSTRACT

Benjamin Graham's Value Investing Model is a method to select undervalued stocks with regards to the companies' asset values. Undervalued stocks are expected to give capital gain in the long term (5 years). A stock can be said undervalued if analysis to the said stock shows that the overall companies' value is higher than company's stock market price. Combination of Benjamin Graham's criteria in selecting the undervalued stocks has been used by some analysts. The combination consists of Group I: criteria 1 and criteria 6; Group II: criteria 3 and criteria 6; Group III: criteria 1, criteria 3 and criteria 6; and Group IV: criteria 1, criteria 6 and criteria 9. These criteria are defined as follows: criteria 1. An earnings-to-price yield at least twice the AAA bond yield; criteria 3. A dividend yield of at least two-thirds the AAA bond yield; criteria 6. Total debt less than booked value; and criteria 9. Earnings growth of prior 10 years at least at a 7% annual (compound) rate.

In this research selection criteria are applied to 326 companies listed in the Indonesian Stock Exchange in the year of 2003. The research has finally found 221 companies within 326 companies which have capital gain. Among these 221 it is found that 14 stocks fulfill the criteria from Group I; 3 stocks fulfill the criteria from Group II; 1 stock fulfills the criteria from Group III; and 3 stocks fulfill the criteria from Group IV. The CAPM model has been used to test whether the said stocks are able to give return higher than the market return. The results show that almost all stocks which fulfill the above-mentioned criteria, can not significantly give return higher than the market return.

The most probable reason of this insignificant result is that due to the fuel price hike in the year of 2005. Stocks related to energy and its substitutes like BUMI and AALI have their price more than doubled during that period. Those stocks dominate the Indonesian Stock Exchange because many speculators, local and foreign, have tried to bid up these stocks price. In so doing the IHSG also increase significantly. Stocks like BUMI and AALI do not belong to, that passed the Benjamin Graham's Value Investing Model criteria. But the stocks which passed the Benjamin Graham criteria do give returns above the returns of portfolio from randomly selected stocks that do not passed the Benjamin Graham's criteria.

PRAKATA

Puji dan syukur Penulis panjatkan kepada Tuhan yang Maha Kuasa atas karunia dan berkat-Nya yang diberikan kepada Penulis, sehingga Penulis mampu menyelesaikan tesis ini dengan baik.

Adapun tujuan dari penulisan tesis ini adalah untuk memenuhi salah satu syarat dalam mencapai gelar Magister Manajemen, Program Pascasarjana, Universitas Katolik Parahyangan.

Penulis menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna karena keterbatasan pengetahuan, pengalaman dan kemampuan Penulis. Oleh karena itu, Penulis berterima kasih apabila terdapat kritik dan saran demi penyempurnaan tesis ini.

Pada kesempatan ini, perkenankan Penulis menyampaikan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada para pihak yang telah memberikan perhatian, dorongan, bantuan, dan bimbingan kepada Penulis sehingga penulisan tesis ini dapat diselesaikan, yaitu kepada:

1. Orang tua Penulis Prof. Dr. Johannes Gunawan, SH., LL.M, Veronica Laurentia Indrawati, kakak penulis R. Adrianto Gunawan ST, kakak ipar Penulis Endah Lestari, dan yang tercinta nenek Penulis Fransisca Annie Setiawati (alm.) atas dorongannya sejak awal kuliah sampai dengan kelulusan penulis;
2. Ibu Yanuarita Hendrani, Phd. selaku dosen pembimbing penulis atas dukungan, bimbingan, pengarahan dan kesabarannya sejak awal hingga akhir penulisan skripsi ini;
3. Ibu Triyana Iskandarsjah, Dra., MSi. selaku Ketua Program Magister Manajemen;
4. Para dosen penguji, atas kesediaan meluangkan waktu untuk menguji Penulis;
5. Para dosen di Magister Manajemen, Program Pascasarjana, Universitas Katolik Parahyangan;

6. Seluruh karyawan tata usaha dan perpustakaan Unpar atas bantuan memberikan informasi kepada Penulis dalam penyusunan tesis ini;
7. Yulius Hendro, terima kasih atas dukungannya sejak SD sampai sekarang;
8. Teman - teman penulis, baik yang masih aktif maupun yang sudah berdikari, Anton Sofyan (Q-munk), Yafet Sutanto, Widiyanto, Vina;
9. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu oleh Penulis.

Bandung, Januari 2009

Penulis,

Reinandus Aditya Gunawan

DAFTAR ISI

Halaman

PRAKATA	i
DAFTAR ISI	iii
DAFTAR TABEL.....	v
DAFTAR GAMBAR	vi
DAFTAR LAMPIRAN	vii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2. Rumusan Masalah Penelitian.....	5
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	6
1.4. Kerangka Pemikiran	7
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1. Sejarah Pasar Modal Indonesia.....	10
2.2. <i>Value Investing</i>	15
2.3. <i>Value Investor</i>	16
2.4. Rasio Likuiditas	16
2.5. Rasio Solvabilitas.....	17
2.6. Nilai Buku.....	18
2.7. Model <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	19
2.8. <i>Nominal Yield</i>	20
2.9 <i>Dividend Discount Model</i>	20
2.10 Pembuatan Portofolio Saham oleh Investor pada Bursa Saham Indonesia Pada Umumnya	20
2.11 Perbandingan Model <i>Value Investing</i> dari Benjamin Graham dengan Model <i>Dividend Discount Model</i>	22

BAB III METODE DAN OBYEK PENELITIAN	
3.1. Metode Penelitian.....	23
3.2. Kerangka Kerja Penelitian.....	23
3.3. Obyek Penelitian.....	25
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1. Ranking Jumlah Perusahaan yang Memberikan <i>Capital Gain</i>	32
4.2. Hasil Seleksi Berdasarkan Model <i>Value Investing</i> dari Benjamin Graham.....	32
4.3. Hasil Seleksi Berdasarkan Gabungan Kriteria dari Henry R. Oppenheimer.....	33
4.4. Hasil Rumus Portofolio Yang Diterapkan Berdasarkan Model <i>Value Investing</i> dari Benjamin Graham.....	35
4.5. Saham yang memberikan <i>capital gain</i> pada tahun 2007 dan golongan industri.....	51
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1. Kesimpulan.....	58
5.2. Saran.....	59
DAFTAR PUSTAKA.....	60
LAMPIRAN.....	61

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 3.1. <i>Descriptive Statistic</i>	31
Tabel 4.1. Tabel Ringkasan Kriterion.....	49
Tabel 4.2. Golongan Industri Kriteria 1 & 6 AA.....	51
Tabel 4.3. Golongan Industri Kriteria 3 & 6 AA.....	51
Tabel 4.4. Golongan Industri Kriteria 1 & 3 & 6 AA.....	51
Tabel 4.5. Golongan Industri Kriteria 1 & 6 & 9 AA.....	51

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Komposisi Indeks LQ-45	21
Gambar 3.1. Kerangka Kerja Penelitian	25
Gambar 3.2. Grafik IHSG Periode Tahun 1998 sampai 2008.....	26

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1. Daftar 221 Perusahaan Yang Memberikan <i>Capital Gain</i> Pada Tahun 2003.....	58
Lampiran 2. Perbaikan Auto-korelasi.....	63

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Sampai saat ini (paling tidak sampai akhir tahun 2007) pada umumnya investor Indonesia lebih mengutamakan jual beli saham setiap hari atau yang biasa disebut *day trading*, padahal *day trading* sangat rentan terhadap pengurangan nilai modal awal investor. Keputusan investasi secara *day trading* pada umumnya didasarkan pada pemilihan saham secara random atau acak berdasarkan rumor belaka, dan tidak melihat aspek fundamental dari suatu perusahaan. Pengurangan nilai modal di atas pada umumnya terjadi karena investor kurang siap dalam mengambil keputusan untuk menanamkan atau menarik modalnya yang diinvestasikan dalam bentuk saham. Pengurangan modal awal yang signifikan bagi investor seringkali menyebabkan yang bersangkutan enggan atau bahkan jera untuk menanamkan kembali modalnya di pasar modal. Pada gilirannya hal ini dapat mengakibatkan gejolak pasar modal berupa fluktuasi indeks saham gabungan yang tak terduga. Sedangkan kelebihan dari *day trading* adalah keuntungan seketika yang dapat diambil oleh investor yang memiliki horizon investasi dalam jangka pendek.

Day trading seringkali dilakukan oleh investor individual yang memiliki keterbatasan akses terhadap informasi tidak seperti layaknya investor institusional. Investor individual seringkali hanya mengikuti langkah atau meniru keputusan pembelian saham yang dilakukan oleh investor institusional, baik lokal maupun asing, yang memiliki pengaruh dominan di pasar modal Indonesia. Yang dimaksud memiliki pengaruh dominan adalah bahwa langkah pembelian saham yang dilakukan oleh investor institusional dapat mempengaruhi harga saham secara signifikan.

Untuk membantu investor, baik individual maupun institusional, dalam melakukan *day trading* dapat dilakukan dengan cara memanfaatkan hasil analisis teknikal yang dilakukan terhadap saham dari perusahaan tertentu. Analisis teknikal

saham adalah kajian terhadap pergerakan arah saham dalam suatu kontinum waktu yang dituangkan ke dalam suatu grafik, untuk membantu pengambilan keputusan dalam pembelian saham.

Adapun investasi jangka panjang pada umumnya dilakukan oleh investor individual yang tidak dapat setiap saat dari waktu ke waktu memantau perkembangan harga saham. Sedangkan bagi investor institusional, investasi jangka panjang dilakukan dengan memanfaatkan hasil peramalan yang telah dilakukan oleh investor institusional, terhadap pergerakan harga saham dari perusahaan yang mengalami perkembangan bisnis yang prospektif dalam jangka panjang dengan informasi yang memadai. Perkembangan bisnis yang prospektif ini dapat diramalkan akan terjadi antara lain pada perusahaan yang senantiasa melakukan inovasi produk yang memiliki daya jual tinggi di pasaran dalam jangka panjang. Keuntungan dari investasi jangka panjang adalah bahwa investor tidak membutuhkan waktu khusus untuk memantau pergerakan harga saham dari waktu ke waktu. Sedangkan kerugian dari investasi jangka panjang adalah bahwa semakin panjang horizon investasi, maka kemungkinan ketidaktepatan ramalan akan semakin besar.

Pada umumnya investasi jangka pendek lebih sering dilakukan oleh investor individu karena keterbatasan perolehan informasi dan modal maupun karena ketidaksiapan psikologis untuk menghadapi resiko kehilangan modal dalam jumlah besar. Sedangkan investasi jangka panjang dilakukan oleh investor institusional dengan alasan bahwa mereka memiliki toleransi terhadap resiko yang cukup besar atas kehilangan modal karena mereka memiliki cadangan modal yang relatif besar. Namun demikian, investasi jangka panjang yang dilakukan oleh investor institusional ini pada umumnya dilakukan bila kondisi perekonomian negara diramalkan cukup stabil atau tidak dalam kondisi krisis ekonomi. Apabila keadaan perekonomian negara mengalami krisis, maka investor baik individual maupun institusional pada umumnya akan menyesuaikan kebijakan investasi jangka panjangnya, dengan penjualan saham tanpa memiliki saham tersebut terlebih dahulu, yang sering disebut *short selling*. *Short selling* adalah metode menjual saham tanpa memiliki saham

tersebut lebih dahulu, kemudian apabila saham tersebut sudah terjual barulah investor membelinya pada harga saham yang sudah jatuh.

Metode investasi jangka panjang lain adalah dengan cara *indexing* yaitu reksadana saham dengan cara membeli semua saham yang terdaftar di BEI dengan volume yang sama rata. Pergerakan harga saham dengan volume tertentu dari seluruh saham yang terdaftar di BEI ini akan identik dengan dengan pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG). Dengan perkataan lain, pergerakan reksadana saham *indexing* ini akan sama dengan pergerakan IHSG. Keuntungan dari cara *indexing* ini adalah bahwa resiko yang dihadapi oleh investor hanya resiko pasar, sehingga tidak termasuk resiko akibat kesalahan pengambilan keputusan oleh manajer investasi. Kerugian dari *indexing* adalah bahwa keuntungan dalam bentuk Nilai Aktiva Bersih (NAB) yang dapat diperoleh oleh investor memerlukan waktu yang relatif lama (dalam hitungan tahun). Hasil penelitian yang dilakukan oleh *Pu Shen*¹ seorang *senior economists* dari *Federal Reserve Banks of Kansas City*, menyatakan bahwa keuntungan yang akan diperoleh oleh investor dengan melakukan *indexing* mencapai kurun waktu 20 tahun. Sedangkan model *value investing* *Benjamin Graham* memiliki horizon waktu investasi yang lebih pendek daripada *indexing*, sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Penulis yaitu dalam jangka waktu 5 tahun.

Selama ini tidak ada definisi pasti tentang berapa lama yang dimaksud dengan “jangka panjang”. Dalam penelitian ini digunakan jangka waktu 5 tahun untuk mencerminkan “jangka panjang” tersebut. Alasan pemilihan jangka waktu 5 tahun karena diasumsikan bahwa Pemilihan Umum dan Pemilihan Presiden yang dilakukan sekali dalam 5 tahun, akan menimbulkan sentimen pada kondisi ekonomi Indonesia. Sentimen tersebut dapat berupa sentimen yang positif atau sentimen yang negatif, tergantung dari kebijakan ekonomi yang dicanangkan oleh Presiden terpilih. Namun kecenderungan ke arah stabilitas kondisi ekonomi pada umumnya akan dialami pada ‘*honeymoon period*’ yaitu periode di mana kinerja Presiden dianggap terbaik oleh masyarakat. Apabila pada periode tersebut kinerja ekonomi Presiden

¹ Shen, Pu.2005.*How Long Is a Long-Term Investment?*. Economic Review.First Quarter.hlm.11-12

terpilih relatif baik dan tidak terdapat pengaruh negatif dari kondisi ekonomi global, maka pada umumnya stabilitas kondisi ekonomi selama lima tahun akan dapat diwujudkan.

Sedangkan diambil pilihan periode dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007 karena tujuan praktikal dari penelitian ini adalah membantu investor untuk berinvestasi pada masa yang akan datang, sehingga periode yang diambil adalah periode 5 tahun yang paling dekat ke tahun 2008 dan tahun-tahun selanjutnya. Alasan lain yang digunakan adalah karena dilihat dari data yang ada, periode 2003 sampai 2007 merupakan periode di mana BEI dalam keadaan stabil sebagaimana ditunjukkan oleh kenaikan terus menerus Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG).

Iklim investasi jangka panjang yang stabil dapat tercipta bila investor menggunakan model investasi jangka panjang seperti *indexing* dan *value investing*. Investor, khususnya investor asing, seringkali menggunakan kondisi bursa saham di suatu negara sebagai salah satu indikator perkembangan perekonomian negara tersebut. Jika bursa saham atau pasar modal di negara tersebut cenderung stabil, maka dapat disimpulkan bahwa investasi jangka panjang mendominasi bursa saham atau pasar modal di negara tersebut. Menanamkan modal dalam jangka panjang dapat pula berarti bahwa investor percaya pada pertumbuhan perekonomian negara tersebut, sehingga tidak mudah diguncang oleh rumor semata.

Penelitian *value investing* pernah dilakukan di Amerika pada saham yang tercatat pada *S & P 500* dan di bursa London. Studi lain mengenai *Value Investing* pernah dilakukan oleh *Oppenheimer (Oppenheimer,1984)*, yang menemukan tesis bahwa saham yang melewati *Graham Screen* dapat memberikan *capital gain* yang lebih tinggi, dibandingkan dengan *capital gain* portofolio pasar secara keseluruhan. Penelitian serupa juga pernah dilakukan oleh *Mark Hulbert* yang mengevaluasi *investment newsletter*, dan menyimpulkan bahwa *newsletter* yang mirip dengan yang dimiliki oleh *Graham* dapat memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan *newsletter* yang lain. *Graham Screen* ini juga diterapkan oleh dua investor

besar dunia yang merupakan murid dari *Benjamin Graham* yaitu *Warren Buffet* dan *Charlie Munger*. Oleh karena itu sangat menarik untuk meneliti sejauh mana model *Value Investing* dari *Benjamin Graham* dapat diterapkan di pasar modal Indonesia dalam masa yang relatif stabil yaitu periode tahun 2003 sampai 2007.

1.2. Rumusan Masalah Penelitian

Seperti telah dikemukakan dalam sub bab sebelumnya bahwa ketidakpastian di dalam penanaman modal secara jangka pendek atau sering disebut dengan istilah *day trading* seringkali membawa investor pada kerugian. Tetapi investasi jangka panjang juga mengandung bahaya ketidakpastian yaitu akibat jangka waktu yang relatif panjang. Terhadap masalah ini penulis mencoba untuk mencari solusinya dengan mencari panduan investasi berupa model untuk berinvestasi secara jangka panjang sehingga investor tidak tergesa-gesa dalam pengambilan keputusan penanaman modal dan dapat memperoleh imbal hasil di atas imbal hasil pasar pada umumnya dengan sebuah portfolio tertentu.

Dalam penelitian ini ingin diketahui:

1. Saham apa saja yang memenuhi kriteria *undervalue stock* dari Benjamin Graham?;
2. Apakah model valuasi saham dari *Benjamin Graham* dapat memberikan *abnormal return* yang dirumuskan dalam α di atas *return* pasar dalam jangka panjang yaitu selama 5 tahun?;
3. Apakah model valuasi saham dari *Benjamin Graham* dapat memberikan *capital gain* lebih besar bagi investor yang ingin menanamkan modalnya dalam jangka panjang yaitu selama 5 tahun dibandingkan dengan *capital gain* dari portfolio saham yang diambil secara random?.

1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji validitas model *Value Investing* yaitu *passive screeners* atau disebut *Graham Screen*. *Passive screeners* merupakan salah satu varian *Value Investing* yang diciptakan oleh *Benjamin Graham* dan *David Dodd* sebagai guru besar keuangan di *Columbia University* pada tahun 1930. Validitas model *Value Investing* ini dilakukan terhadap *capital gain* dari harga saham yang disaring menurut model tersebut. Pengujian validitas model ini berhasil apabila model *Value Investing* dari *Benjamin Graham* tersebut mampu secara konsisten memberikan *capital gain* dalam jangka panjang (dalam jangka waktu 5 tahun). Apabila model tersebut dapat memberikan *capital gain* dalam jangka panjang maka model tersebut dapat dibilang sebagai model yang ideal bagi investor yang ingin menanamkan modalnya dalam jangka panjang pada saham emiten BEI. Penelitian ini juga membandingkan *return* portofolio saham berdasarkan gabungan – gabungan kriteria model *Value Investing* dari *Benjamin Graham* dengan *return* pasar secara keseluruhan yang diwakili oleh *return* IHSG.

Penulis melakukan penelitian untuk menemukan alat atau model, agar investor di Indonesia memiliki panduan dalam berinvestasi jangka panjang, dalam hal ini untuk jangka waktu 5 tahun. Landasan dari model investasi jangka panjang terutama dititikberatkan pada aspek fundamental suatu perusahaan. Model investasi jangka panjang ini diharapkan dapat menjadi salah satu panduan bagi investor di Indonesia, sehingga investor di Indonesia memiliki alternatif investasi selain melalui *day trading*. Selain itu, model investasi ini akan mengurangi dampak negatif dari keputusan untuk berinvestasi yang ceroboh atau yang didasarkan pada rumor yang berkembang di pasar, tanpa memperhatikan aspek fundamental dari perusahaan.

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada penggunaan sumber dan tahun data, serta lokasi penelitian, yaitu menggunakan sumber data harga saham pada saham yang tercatat sebagai emiten di BEI periode 2003 – 2007.

Adapun kegunaan penelitian ini untuk memberi panduan bagi investor yang ingin melakukan investasi jangka panjang, antara lain dengan menerapkan model *value investing* dari *Benjamin Graham*.

1.4. Kerangka Pemikiran

*Value Investing*² model *Benjamin Graham* adalah sebuah metode untuk menyeleksi saham yang *undervalue* terhadap nilai aset dari sebuah perusahaan terbuka. Saham *undervalue* diharapkan dalam jangka panjang (5 tahun) dapat memberikan *capital gain*. Saham dapat dikatakan *undervalue* apabila analisis terhadap saham tersebut menunjukkan bahwa nilai perusahaan secara keseluruhan berada di atas harga pasar saham perusahaan tersebut. *Value Investing* model *Benjamin Graham*, menggunakan 10 kriterium untuk mencari saham yang *undervalue*, yaitu:

1. *An earnings-to-price yield at least twice the AAA bond yield;*
2. *A price-earnings-ratio less than 40 per cent of the highest price earnings ratio the stock had over the past five years;*
3. *A dividend yield of at least two-thirds the AAA bond yield;*
4. *Stock price below two-thirds of tangible book value per share;*
5. *Stock price below two-thirds "net current asset value";*
6. *Total debt less than book value;*
7. *Current ratio greater than two;*
8. *Total debt less than twice "net current asset value";*
9. *Earnings growth of prior 10 years at least at a 7 per cent annual (compound) rate;*
10. *Stability of growth of earnings in that no more than two declines of 5 per cent or more in year-end earnings in the prior 10 years are permissible.*

Benjamin Graham menyebutkan bahwa 5 kriteria pertama mengukur "reward" yang diperoleh dari saham yang *undervalue*. Sedangkan 5

² Graham, Benjamin.(1995). "Toward a Science of Security Analysis." *Financial Analyst Journal*/January-February 1995.pp 25-28

kriteria yang terakhir mengukur "risk" dari saham *undervalue*. Penulis menggunakan gabungan kriteria untuk menyeleksi saham yang *undervalue*. Gabungan kriteria tersebut adalah kriteria 1 dan 6, kriteria 3 dan 6, kriteria 1 dan 3 dan 6, serta kriteria 1 dan 6 dan 9. Di dalam artikel oleh *Blustein*³ disebutkan bahwa kriteria tersebut merupakan pasangan kriteria yang paling berguna (dan paling *profitable*) serta paling sesuai digunakan oleh investor awam. Alasan pemilihan kriteria tersebut adalah :

1. *An earnings-to-price yield at least twice the AAA bond yield.* *Earnings-to-price yield* adalah *earning per share* yang dibagi dengan *market price* dari saham tersebut. Sedangkan *bond yield* yang digunakan adalah *nominal yield*. *Nominal yield* adalah *coupon rate* dari *fixed income security*, yaitu persentase yang tetap dari *par value* sebuah *bond*. Tidak seperti *current yield*, *nominal yield* tidak bervariasi terhadap *market price* dari sebuah sekuritas. *Earnings-to-price yield*⁴ dapat digunakan untuk membandingkan *earnings* dari saham atau portfolio saham atau pasar secara keseluruhan dengan *bond yield*. Secara umum, *earnings-to-price yields* dari sebuah sekuritas dalam penelitian itu yaitu saham lebih tinggi 2 kali dari *yield* dari risk-free bonds yaitu SBI yang menggambarkan bahwa dengan resiko yang lebih tinggi dengan investasi di dalam saham seharusnya memberikan *yield* yang lebih tinggi daripada imbal hasil dari AAA bond.
2. *A dividend yield of at least two-thirds the AAA bond yield.* *Dividend yield* adalah sebuah rasio keuangan yang menunjukkan berapa banyak sebuah perusahaan membayar dividennya kepada para investor terhadap harga saham perusahaan tersebut. *Dividend yield* sebuah saham yang mendekati dari AAA *bond yield* dapat berarti perusahaan dapat memberikan *dividend* yang cukup besar kepada para investornya, berarti perusahaan tersebut memiliki *earnings* yang cukup besar untuk dibagikan kepada para investor sehingga menandakan bahwa perusahaan ini adalah perusahaan yang sehat karena memiliki penghasilan yang cukup besar;

³Blustein, Paul. "Ben Graham's Last Will and Testament." *Forbes*. August 1, 1977.

⁴ www.answers.com

3. *Total debt less than book value. The book value⁵ (or “asset protection”) of a security is in most cases a rather artificial value. It is assumed that if the company were to liquidate, it would receive in cash the value at which its various tangible assets are carried on the books. Then the amounts applicable to the various securities in their due order would be their book value, or in the case of bonds and preferred stock, their “asset protection.” (The word “equity” is frequently used instead of book value in this sense, but is generally applied only to common stocks and to speculative senior securities.).* Jadi Penulis menyimpulkan bahwa *book value* yang digunakan adalah sama dengan *shareholder equity* dari sebuah perusahaan. Hal ini disebabkan rumus umum dari *price to book value* adalah *shareholder equity* dibagi dengan *market price*. Jadi jika *total debt* (total hutang) lebih kecil dari *shareholder equity* maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan dapat membayar hutang baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang. Dengan demikian bila terjadi gejolak ekonomi yang melanda negara di mana perusahaan itu berada, perusahaan masih memiliki cukup modal untuk membayar hutang sehingga kegiatan usaha perusahaan dapat terus berlangsung;
4. *Earnings growth of prior 10 years at least at a 7 per cent annual (compound) rate.* Pertumbuhan *earning* yang berlangsung selama 10 tahun menandakan bahwa perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang terus tumbuh, sehingga dapat dikatakan bahwa perusahaan yang masuk ke dalam kriteria ini adalah perusahaan yang sehat karena terus menerus memberikan *earnings*.

Dari 10 kriterium model *value investing* dari Benjamin Graham terdapat 2 kriterium yang mewakili ukuran likuiditas dan solvabilitas dari sebuah perusahaan. Kriterium tersebut adalah kriteria Nomor 6 yaitu *total debt less than book value* yang mewakili solvabilitas, dan kriterium Nomor 7 yaitu *current ratio greater than two* yang mewakili likuiditas dari sebuah perusahaan.

⁵ Graham, Benjamin.(1955).The Interpretation on Financial Statements, New York : Harper Collins