

BENJAMIN GRAHAM

updated with new commentary by JASON ZWEIG

Preface and Appendix by **WARREN E. BUFFETT**

THE INTELLIGENT INVESTOR

"By far the best book on investing
ever written." — Warren E. Buffett

**REVISED
EDITION**

**THE DEFINITIVE BOOK
ON VALUE INVESTING**

HarperBusiness Essentials

THE INTELLIGENT INVESTOR

A BOOK OF PRACTICAL COUNSEL

REVISED EDITION

BENJAMIN GRAHAM

Updated with New Commentary by Jason Zweig

Through chances various, through all
vicissitudes, we make our way. . . .

Aeneid

Contents

Epigraph	iii
Preface to the Fourth Edition, by Warren E. Buffett	viii
A Note About Benjamin Graham, by Jason Zweig	x
Introduction: What This Book Expects to Accomplish	1
COMMENTARY ON THE INTRODUCTION	12
1. Investment versus Speculation: Results to Be Expected by the Intelligent Investor	18
COMMENTARY ON CHAPTER 1	35
2. The Investor and Inflation	47
COMMENTARY ON CHAPTER 2	58
3. A Century of Stock-Market History: The Level of Stock Prices in Early 1972	65
COMMENTARY ON CHAPTER 3	80
4. General Portfolio Policy: The Defensive Investor	88
COMMENTARY ON CHAPTER 4	101
5. The Defensive Investor and Common Stocks	112
COMMENTARY ON CHAPTER 5	124
6. Portfolio Policy for the Enterprising Investor: Negative Approach	133
COMMENTARY ON CHAPTER 6	145
7. Portfolio Policy for the Enterprising Investor: The Positive Side	155
COMMENTARY ON CHAPTER 7	179
8. The Investor and Market Fluctuations	188

COMMENTARY ON CHAPTER 8	213
9. Investing in Investment Funds	226
COMMENTARY ON CHAPTER 9	242
10. The Investor and His Advisers	257
COMMENTARY ON CHAPTER 10	272
11. Security Analysis for the Lay Investor: General Approach	280
COMMENTARY ON CHAPTER 11	302
12. Things to Consider About Per-Share Earnings	310
COMMENTARY ON CHAPTER 12	322
13. A Comparison of Four Listed Companies	330
COMMENTARY ON CHAPTER 13	339
14. Stock Selection for the Defensive Investor	347
COMMENTARY ON CHAPTER 14	367
15. Stock Selection for the Enterprising Investor	376
COMMENTARY ON CHAPTER 15	396
16. Convertible Issues and Warrants	403
COMMENTARY ON CHAPTER 16	418
17. Four Extremely Instructive Case Histories	422
COMMENTARY ON CHAPTER 17	438
18. A Comparison of Eight Pairs of Companies	446
COMMENTARY ON CHAPTER 18	473
19. Shareholders and Managements: Dividend Policy	487
COMMENTARY ON CHAPTER 19	497
20. "Margin of Safety" as the Central Concept of Investment	512
COMMENTARY ON CHAPTER 20	525
Postscript	532
COMMENTARY ON POSTSCRIPT	535
Appendixes	
1. The Superinvestors of Graham-and-Doddsville	537

2. Important Rules Concerning Taxability of Investment Income and Security Transactions (in 1972)	561
3. The Basics of Investment Taxation (Updated as of 2003)	562
4. The New Speculation in Common Stocks	563
5. A Case History: Aetna Maintenance Co.	575
6. Tax Accounting for NVF's Acquisition of Sharon Steel Shares	576
7. Technological Companies as Investments	578
Endnotes	579
Acknowledgments from Jason Zweig	589
Index	591
About the Authors	
Credits	
Front Cover	
Copyright	
About the Publisher	

The text reproduced here is the Fourth Revised Edition, updated by Graham in 1971–1972 and initially published in 1973. Please be advised that the text of Graham's original footnotes (designated in his chapters with superscript numerals) can be found in the Endnotes section beginning on p. 579. The new footnotes that Jason Zweig has introduced appear at the bottom of Graham's pages (and, in the typeface used here, as occasional additions to Graham's endnotes).



*Kata Pengantar Edisi
Keempat,
oleh Warren E.
Buffett*

Saya membaca edisi pertama buku ini di awal tahun 1950, ketika saya berusia sembilan belas tahun. Saya pikir itu adalah buku terbaik tentang investasi yang pernah ditulis. Saya masih berpikir itu.

Untuk berinvestasi dengan sukses seumur hidup tidak memerlukan IQ stratosfer, wawasan bisnis yang tidak biasa, atau informasi orang dalam. Yang dibutuhkan adalah kerangka intelektual yang kuat untuk membuat keputusan dan kemampuan untuk menjaga emosi agar tidak merusak kerangka itu. Buku ini dengan tepat dan jelas menjelaskan kerangka kerja yang tepat. Anda harus menyediakan disiplin emosional.

Jika Anda mengikuti prinsip-prinsip perilaku dan bisnis yang dianjurkan Graham—dan jika Anda memberi perhatian khusus pada nasihat berharga di Bab 8 dan 20—Anda tidak akan mendapatkan hasil yang buruk dari investasi Anda. (Itu menunjukkan lebih banyak pencapaian daripada yang mungkin Anda pikirkan.) Apakah Anda mencapai hasil yang luar biasa akan bergantung pada upaya dan kecerdasan yang Anda terapkan pada investasi Anda, serta pada amplitudo kebodohan pasar saham yang berlaku selama Anda karir investasi. Semakin konyol perilaku pasar, semakin besar peluang bagi investor seperti bisnis. Ikuti Graham dan Anda akan mendapat untung dari kebodohan daripada berpartisipasi di dalamnya.

Bagi saya, Ben Graham jauh lebih dari seorang penulis atau guru. Lebih dari pria mana pun kecuali ayah saya, dia memengaruhi hidup saya. Tak lama setelah kematian Ben pada tahun 1976, saya menulis kerangan singkat berikut tentang dia di Jurnal Analisis Keuangan. Saat Anda membaca buku ini, saya yakin Anda akan memahami beberapa kualitas yang saya sebutkan dalam penghargaan ini.

BENJAMIN GRAHAM

1894–1976

Beberapa tahun yang lalu Ben Graham, yang saat itu hampir berusia delapan puluh tahun, mengungkapkan kepada seorang teman pemikiran bahwa dia berharap setiap hari untuk melakukan "sesuatu yang bodoh, sesuatu yang kreatif, dan sesuatu yang murah hati."

Dimasukkannya tujuan aneh pertama itu mencerminkan kemampuannya untuk mengemas ide-ide dalam bentuk yang menghindari nada khotbah atau kepentingan diri sendiri. Meskipun ide-idenya sangat kuat, penyampaianya sangat lembut.

Pembaca majalah ini tidak perlu lagi menjabarkan pencapaiannya yang diukur dengan standar kreativitas. Jarang pendiri suatu disiplin tidak menemukan karyanya dikalahkan dalam waktu yang agak singkat oleh penerusnya. Tetapi lebih dari empat puluh tahun setelah penerbitan buku yang membawa struktur dan logika ke aktivitas yang tidak teratur dan membingungkan, sulit untuk memikirkan kandidat yang mungkin bahkan untuk posisi runner-up di bidang analisis keamanan. Di area di mana banyak yang tampak bodoh dalam beberapa minggu atau bulan setelah publikasi, prinsip-prinsip Ben tetap kuat—nilainya sering kali meningkat dan lebih dipahami setelah badai keuangan yang menghancurkan struktur intelektual yang lebih rapuh.

Aspek luar biasa dari dominasi Ben dalam bidang profesionalnya adalah bahwa ia mencapainya tanpa aktivitas mental yang menyempit yang memusatkan semua upaya pada satu tujuan. Itu, lebih tepatnya, produk sampingan insidental dari intelek yang luasnya hampir melebihi definisi. Tentu saja saya belum pernah bertemu orang dengan pikiran dengan cakupan yang sama. Ingatan yang hampir total, ketertarikan tanpa akhir dengan pengetahuan baru, dan kemampuan untuk menyusunnya kembali dalam bentuk yang dapat diterapkan pada masalah yang tampaknya tidak terkait membuat paparan pemikirannya di bidang apa pun menjadi menyenangkan.

Tetapi keharusan ketiganya—kederawanan—adalah di mana ia berhasil melampaui semua yang lain. Saya mengenal Ben sebagai guru saya, majikan saya, dan teman saya. Dalam setiap hubungan—seperti halnya dengan semua siswa, karyawan, dan teman-temannya—ada kemurahan hati, waktu, dan semangat yang benar-benar terbuka, tanpa nilai. Jika kejernihan berpikir diperlukan, tidak ada tempat yang lebih baik untuk dituju. Dan jika dorongan atau nasihat diperlukan, Ben ada di sana.

Walter Lippmann berbicara tentang orang-orang yang menanam pohon di mana orang lain akan duduk di bawahnya. Ben Graham adalah pria seperti itu.

Dicetak ulang dari Jurnal Analisis Keuangan, November/Desember 1976.

Catatan Tentang Benjamin Graham oleh Jason Zweig

Wsiapa Benjamin Graham, dan mengapa Anda harus
mendengarkannya?

Graham bukan hanya salah satu investor terbaik yang pernah hidup; dia adalah juga pemikir investasi praktis terbesar sepanjang masa. Sebelum Graham, manajer uang berperilaku seperti serikat abad pertengahan, dipandu sebagian besar oleh takhayul, tebakan, dan ritual misterius. Analisis Keamanan Graham adalah buku teks yang mengubah lingkaran pengap ini menjadi sebuah profesi modern.¹

Dan *The Intelligent Investor* adalah buku pertama yang menggambarkan, bagi investor individu, kerangka emosional dan alat analisis yang penting untuk kesuksesan finansial. Ini tetap menjadi satu-satunya buku terbaik tentang investasi yang pernah ditulis untuk masyarakat umum. *The Intelligent Investor* adalah buku pertama yang saya baca ketika saya bergabung dengan Majalah Forbes sebagai reporter cub pada tahun 1987, dan saya dikejutkan oleh kepastian Graham bahwa, cepat atau lambat, semua pasar bull pasti berakhir buruk. Oktober itu, saham AS mengalami kejatuhan satu hari terburuk dalam sejarah, dan saya terpikat. (Hari ini, setelah pasar banteng liar pada akhir 1990-an dan pasar beruang brutal yang dimulai pada awal 2000, *The Intelligent Investor* membaca lebih nubuat daripada sebelumnya.)

Graham mendapatkan wawasannya dengan cara yang sulit: dengan merasakan langsung penderitaan kerugian finansial dan dengan mempelajari sejarah dan psikologi pasar selama beberapa dekade. Ia dilahirkan sebagai Benjamin Grossbaum pada 9 Mei 1894, di London; ayahnya adalah pedagang piring dan patung cina.² Keluarga itu pindah ke New York ketika Ben

berusia satu tahun. Awalnya mereka menjalani kehidupan yang baik—dengan seorang pembantu, juru masak, dan seorang pemerintah Prancis.

¹Ditulis bersama dengan David Dodd dan pertama kali diterbitkan pada tahun 1934.

²Grossbaums mengubah nama mereka menjadi Graham selama Perang Dunia I, ketika nama-nama yang terdengar seperti Jerman dianggap dengan kecurigaan.

erness—di atas Fifth Avenue. Tetapi ayah Ben meninggal pada tahun 1903, bisnis porselen goyah, dan keluarga itu terjerembab ke dalam kemiskinan. Ibu Ben mengubah rumah mereka menjadi rumah kos; kemudian, meminjam uang untuk memperdagangkan saham “dengan margin”, dia musnah dalam kecelakaan tahun 1907. Selama sisa hidupnya, Ben akan mengingat penghinaan saat menguangkan cek untuk ibunya dan mendengar teller bank bertanya, "Apakah Dorothy Grossbaum bagus untuk lima dolar?"

Untungnya, Graham memenangkan beasiswa di Columbia, di mana kecemerlangannya berkembang pesat. Dia lulus pada tahun 1914, kedua di kelasnya. Sebelum akhir semester akhir Graham, tiga jurusan—Bahasa Inggris, Filsafat, dan Matematika—memintanya untuk bergabung dengan fakultas. Dia semua berusia 20 tahun.

Alih-alih akademisi, Graham memutuskan untuk mencoba Wall Street. Dia mulai sebagai pegawai di sebuah perusahaan perdagangan obligasi, segera menjadi analis, kemudian menjadi mitra, dan tak lama kemudian menjalankan kemitraan investasinya sendiri.

Ledakan dan kehancuran Internet tidak akan mengejutkan Graham. Pada bulan April 1919, ia memperoleh pengembalian 250% pada hari pertama perdagangan untuk Savold Tire, penawaran baru dalam bisnis otomotif yang sedang booming; pada bulan Oktober, perusahaan telah terungkap sebagai penipuan dan saham itu tidak berharga.

Graham menjadi ahli dalam meneliti stok secara mikroskopis, hampir molekuler, detail. Pada tahun 1925, dengan menelusuri laporan tidak jelas yang diajukan oleh jaringan pipa minyak dengan Komisi Perdagangan Antar Negara Bagian AS, dia mengetahui bahwa Northern Pipe Line Co.—yang saat itu diperdagangkan dengan harga \$65 per saham—memiliki setidaknya \$80 per saham dalam obligasi berkualitas tinggi. (Dia membeli saham itu, mendesak manajernya untuk menaikkan dividen, dan mendapatkan \$110 per saham tiga tahun kemudian.)

Meskipun kehilangan mengerikan hampir 70% selama Great Crash of

1929–1932, Graham selamat dan berkembang pesat setelahnya, memanen barang murah dari reruntuhan pasar banteng. Tidak ada catatan pasti tentang kembalinya Graham yang paling awal, tetapi dari tahun 1936 sampai dia pensiun pada tahun

1956, Graham-Newman Corp. miliknya naik setidaknya 14,7% per tahun, dibandingkan 12,2% untuk pasar saham secara keseluruhan—salah satu rekam jejak jangka panjang terbaik dalam sejarah Wall Street.³

³Graham-Newman Corp. adalah reksa dana terbuka (lihat Bab 9) yang dijalankan Graham dalam kemitraan dengan Jerome Newman, seorang investor terampil dalam haknya sendiri. Untuk sebagian besar sejarahnya, dana tersebut tertutup bagi investor baru. saya

Bagaimana Graham melakukannya? Menggabungkan kekuatan intelektualnya yang luar biasa dengan akal sehat yang mendalam dan pengalaman yang luas, Graham mengembangkan prinsip-prinsip intinya, yang setidaknya berlaku hari ini seperti selama hidupnya:

- Saham bukan hanya simbol ticker atau blip elektronik; itu adalah kepentingan kepemilikan dalam bisnis yang sebenarnya, dengan nilai dasar yang tidak bergantung pada harga sahamnya.
- Pasar adalah pendulum yang selamanya berayun antara optimisme yang tidak berkelanjutan (yang membuat saham terlalu mahal) dan pesimisme yang tidak dapat dibenarkan (yang membuatnya terlalu murah). Investor cerdas adalah seorang realis yang menjual kepada optimis dan membeli dari pesimis.
- Nilai masa depan dari setiap investasi adalah fungsi dari harga saat ini. Semakin tinggi harga yang Anda bayar, semakin rendah pengembalian Anda.
- Tidak peduli seberapa hati-hati Anda, satu-satunya risiko yang tidak dapat dihilangkan oleh investor adalah risiko salah. Hanya dengan bersikeras pada apa yang disebut Graham sebagai "margin of safety"—tidak pernah membayar lebih, tidak peduli betapa menariknya sebuah investasi—Anda dapat meminimalkan peluang kesalahan Anda.
- Rahasia kesuksesan finansial Anda ada di dalam diri Anda sendiri. Jika Anda menjadi seorang pemikir kritis yang tidak percaya pada "fakta" Wall Street, dan Anda berinvestasi dengan keyakinan yang sabar, Anda dapat mengambil keuntungan dari pasar beruang terburuk sekalipun. Dengan mengembangkan disiplin dan keberanian Anda, Anda dapat menolak untuk membiarkan perubahan suasana hati orang lain mengatur nasib keuangan Anda. Pada akhirnya, bagaimana perilaku investasi Anda jauh lebih penting daripada bagaimana Anda berperilaku.

Tujuan edisi revisi *The Intelligent Investor* ini adalah untuk menerapkan ide-ide Graham ke pasar keuangan saat ini sambil membiarkan teksnya tetap utuh (dengan pengecualian catatan kaki untuk klarifikasi).⁴Setelah setiap bab Graham, Anda akan menemukan komentar baru. Dalam panduan pembaca ini, saya telah menambahkan contoh terbaru yang akan menunjukkan kepada Anda betapa relevan—dan betapa membebaskan—prinsip-prinsip Graham tetap ada hingga saat ini.

berterima kasih kepada Walter Schloss karena menyediakan data penting untuk memperkirakan pengembalian Graham-Newman. Pengembalian rata-rata tahunan 20% yang dikutip Graham dalam *Postscript*-nya (hlm. 532) tampaknya tidak memperhitungkan biaya manajemen.

*Teks yang direproduksi di sini adalah Edisi Revisi Keempat, diperbarui oleh Graham pada tahun 1971–1972 dan awalnya diterbitkan pada tahun 1973.

Saya iri dengan kegembiraan dan pencerahan membaca karya Graham untuk pertama kalinya—atau bahkan ketiga atau keempat kalinya. Seperti semua karya klasik, ia mengubah cara kita memandang dunia dan memperbarui dirinya sendiri dengan mendidik kita. Dan semakin banyak Anda membacanya, semakin baik hasilnya. Dengan Graham sebagai pemandu Anda, Anda dijamin menjadi investor yang jauh lebih cerdas.

PENGANTAR:

Apa yang Diharapkan Buku Ini Dicapai

Tujuan buku ini adalah untuk menyediakan, dalam bentuk yang cocok untuk orang awam, panduan dalam mengadopsi dan melaksanakan kebijakan investasi. Relatif sedikit yang akan dikatakan di sini tentang teknik menganalisis sekuritas; perhatian akan diberikan terutama pada prinsip-prinsip investasi dan sikap investor. Namun, kami akan memberikan sejumlah perbandingan singkat dari sekuritas tertentu—terutama dalam pasangan yang muncul berdampingan dalam daftar Bursa Efek New York—untuk membawa pulang secara konkret elemen penting yang terlibat dalam pilihan spesifik saham biasa.

Tetapi sebagian besar ruang kita akan dikhususkan untuk pola historis pasar keuangan, dalam beberapa kasus berjalan kembali selama beberapa dekade. Untuk berinvestasi secara cerdas dalam sekuritas, seseorang harus dipersenjatai dengan pengetahuan yang memadai tentang bagaimana berbagai jenis obligasi dan saham sebenarnya berperilaku dalam berbagai kondisi—beberapa di antaranya, setidaknya, seseorang kemungkinan akan bertemu lagi dalam pengalamannya sendiri. . Tidak ada pernyataan yang lebih benar dan lebih baik diterapkan di Wall Street selain peringatan terkenal Santayana: "Mereka yang tidak mengingat masa lalu dikutuk untuk mengulanginya."

Teks kami ditujukan kepada investor sebagai pembeda dari spekulasi, dan tugas pertama kami adalah untuk mengklarifikasi dan menekankan semua ini kecuali perbedaan yang terlupakan. Kita mungkin mengatakan di awal bahwa ini bukan buku "bagaimana menghasilkan sejuta". Tidak ada jalan yang pasti dan mudah menuju kekayaan di Wall Street atau di mana pun. Mungkin baik untuk menunjukkan apa yang baru saja kita katakan dengan sedikit sejarah keuangan—terutama karena ada lebih dari satu moral yang dapat diambil darinya. Pada tahun klimaks 1929 John J. Raskob, seorang tokoh paling penting secara nasional maupun di Wall Street, memuji

berkah kapitalisme dalam sebuah artikel di Ladies' Home Journal yang berjudul "Everybody Ought to Be

Kaya.”* Tesisnya adalah bahwa penghematan hanya \$15 per bulan yang diinvestasikan dalam saham biasa yang baik—dengan dividen yang diinvestasikan kembali—akan menghasilkan harta warisan sebesar \$80.000 dalam dua puluh tahun dibandingkan total kontribusi yang hanya \$3.600. Jika taipan General Motors itu benar, ini memang jalan sederhana menuju kekayaan. Seberapa benar dia? Perhitungan kasar kami—berdasarkan asumsi investasi dalam 30 saham yang membentuk Dow Jones Industrial Average (DJIA)—menunjukkan bahwa jika resep Raskob diikuti selama tahun 1929–1948, kepemilikan investor pada awal tahun 1949 akan bernilai sekitar \$8.500. Ini jauh dari janji orang hebat sebesar \$80.000, dan ini menunjukkan betapa sedikit ketergantungan yang dapat diberikan pada ramalan dan jaminan optimis semacam itu. Tapi, sebagai samping,

Karena buku kami tidak ditujukan kepada para spekulan, buku ini tidak ditujukan bagi mereka yang berdagang di pasar. Sebagian besar dari orang-orang ini dipandu oleh grafik atau cara mekanis lainnya untuk menentukan saat yang tepat untuk membeli dan menjual. Satu prinsip yang berlaku untuk hampir semua yang disebut "pendekatan teknis" ini adalah bahwa seseorang harus membeli karena saham atau pasar telah naik dan seseorang harus menjual karena telah menurun. Ini adalah kebalikan dari naluri bisnis yang sehat di tempat lain, dan kemungkinan besar hal itu tidak dapat menyebabkan

* Raskob (1879–1950) adalah direktur Du Pont, perusahaan kimia raksasa, dan ketua komite keuangan di General Motors. Dia juga menjabat sebagai ketua nasional Partai Demokrat dan merupakan kekuatan pendorong di balik pembangunan Empire State Building. Perhitungan oleh profesor keuangan Jeremy Siegel mengkonfirmasi bahwa rencana Raskob akan berkembang menjadi hanya di bawah \$9.000 setelah 20 tahun, meskipun inflasi akan menggerogoti banyak keuntungan itu. Untuk tampilan terbaik terbaru pada pandangan Raskob tentang investasi saham jangka panjang, lihat esai oleh penasihat keuangan William Bernstein di www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

sukses abadi di Wall Street. Dalam pengalaman dan pengamatan pasar saham kami sendiri, selama lebih dari 50 tahun, kami belum mengenal satu orang pun yang secara konsisten atau terus-menerus menghasilkan uang dengan cara "mengikuti pasar". Kami tidak ragu untuk menyatakan bahwa pendekatan ini sesat dan populer. Kami akan mengilustrasikan apa yang baru saja kami katakan—meskipun, tentu saja ini tidak boleh dianggap sebagai bukti—dengan diskusi singkat selanjutnya tentang teori Dow yang terkenal tentang perdagangan di pasar saham.*

Sejak publikasi pertamanya pada tahun 1949, revisi *The Intelligent Investor* telah muncul dengan interval sekitar lima tahun. Dalam memperbarui versi saat ini kita harus berurusan dengan cukup banyak perkembangan baru sejak edisi 1965 ditulis. Ini termasuk:

1. Kemajuan yang belum pernah terjadi sebelumnya dalam tingkat bunga obligasi bermutu tinggi.
2. Penurunan sekitar 35% pada tingkat harga saham biasa terkemuka, yang berakhir pada Mei 1970. Ini adalah persentase penurunan tertinggi dalam sekitar 30 tahun. (Masalah yang tak terhitung jumlahnya dengan kualitas yang lebih rendah memiliki penyusutan yang jauh lebih besar.)
3. Inflasi harga grosir dan konsumen yang terus-menerus, yang memperoleh momentum bahkan dalam menghadapi penurunan bisnis umum pada tahun 1970.
4. Pesatnya perkembangan perusahaan "konglomerat", operasi waralaba, dan kebaruan relatif lainnya dalam bisnis dan keuangan. (Ini termasuk sejumlah perangkat rumit seperti "stock surat," "proliferasi waran opsi saham, nama yang menyesatkan, penggunaan bank asing, dan lain-lain.)†

* "Diskusi singkat" Graham ada dalam dua bagian, di hal. 33 dan hlm. 191–192. Untuk detail lebih lanjut tentang Teori Dow, lihat <http://viking.som.yale.edu/will/dow/dowpage.html>.

Reksa dana membeli "letter stock" dalam transaksi pribadi, kemudian segera merevaluasi saham tersebut pada harga publik yang lebih tinggi (lihat definisi Graham pada hal. 579). Itu memungkinkan dana "go-go" ini melaporkan pengembalian tinggi yang tidak berkelanjutan pada pertengahan 1960-an. Komisi Sekuritas dan Bursa AS menindak penyalahgunaan ini pada tahun 1969, dan itu tidak lagi menjadi perhatian investor dana. Waran opsi saham dijelaskan dalam Bab 16.

5. Kebangkrutan kereta api terbesar kita, utang jangka pendek dan jangka panjang yang berlebihan dari banyak perusahaan yang sebelumnya mengakar kuat, dan bahkan masalah solvabilitas yang mengganggu di antara perusahaan-perusahaan Wall Street.*
6. Munculnya mode "kinerja" dalam pengelolaan dana investasi, termasuk beberapa dana perwalian yang dioperasikan bank, dengan hasil yang menggelisahkan.

Fenomena-fenomena ini akan kami pertimbangkan dengan cermat, dan beberapa akan memerlukan perubahan kesimpulan dan penekanan dari edisi kami sebelumnya. Prinsip-prinsip yang mendasari investasi yang sehat tidak boleh berubah dari dekade ke dekade, tetapi penerapan prinsip-prinsip ini harus disesuaikan dengan perubahan signifikan dalam mekanisme keuangan dan iklim.

Pernyataan terakhir diuji selama penulisan edisi ini, draf pertama yang selesai pada bulan Januari

1971. Pada saat itu DJIA sedang dalam pemulihan yang kuat dari level terendah tahun 1970 di 632 dan maju ke level tertinggi tahun 1971 di 951, dengan optimisme umum yang menyertainya. Saat draf terakhir selesai, pada bulan November 1971, pasar berada dalam pergolakan penurunan baru, membawanya ke 797 dengan kegelisahan umum yang diperbarui tentang masa depannya. Kami tidak membiarkan fluktuasi ini mempengaruhi sikap umum kami terhadap kebijakan investasi yang sehat, yang secara substansial tetap tidak berubah sejak edisi pertama buku ini pada tahun 1949.

Besarnya penyusutan pasar pada tahun 1969-1970 seharusnya dapat menghilangkan ilusi yang telah berkembang selama dua dekade terakhir. Ini adalah bahwa saham biasa terkemuka dapat dibeli kapan saja dan dengan harga berapa pun, dengan jaminan tidak hanya keuntungan akhir, tetapi juga bahwa kerugian intervensi apa pun akan segera diperoleh kembali oleh kemajuan baru pasar ke tingkat tinggi baru.

* The Penn Central Transportation Co., yang saat itu merupakan perusahaan kereta api terbesar di Amerika Serikat, meminta perlindungan kebangkrutan pada 21 Juni 1970—mengejutkan para investor, yang tidak pernah menyangka perusahaan raksasa seperti itu akan bangkrut (lihat hal. 423). Di antara perusahaan-perusahaan dengan utang "berlebihan" yang Graham pikirkan adalah Ling-Temco-Vought dan National General Corp. (lihat hlm. 425 dan

463). “Masalah solvabilitas” di Wall Street muncul antara tahun 1968 dan 1971, ketika beberapa pialang bergensi tiba-tiba bangkrut.

el. Itu terlalu bagus untuk menjadi kenyataan. Akhirnya pasar saham telah “kembali normal”, dalam arti bahwa baik spekulan dan investor saham harus kembali bersiap untuk mengalami penurunan yang signifikan dan mungkin berlarut-larut serta kenaikan nilai kepemilikan mereka.

Di bidang banyak saham biasa sekunder dan lini ketiga, terutama perusahaan yang baru-baru ini melayang, malapetaka yang ditimbulkan oleh terobosan pasar terakhir adalah bencana besar. Ini bukanlah hal yang baru—ini pernah terjadi pada tingkat yang sama pada tahun 1961-1962—tetapi sekarang ada elemen baru dalam kenyataan bahwa beberapa dana investasi memiliki komitmen besar dalam isu-isu jenis ini yang sangat spekulatif dan jelas dinilai terlalu tinggi. Jelas bukan hanya tyro yang perlu diperingatkan bahwa meskipun antusiasme mungkin diperlukan untuk pencapaian besar di tempat lain, di Wall Street hal itu hampir selalu mengarah pada bencana.

Pertanyaan utama yang harus kita hadapi tumbuh dari kenaikan besar dalam tingkat bunga obligasi kualitas pertama. Sejak akhir tahun 1967, investor telah mampu memperoleh pendapatan dua kali lipat lebih banyak dari obligasi semacam itu daripada yang diperolehnya dari dividen atas saham biasa yang representatif. Pada awal tahun 1972, pengembaliannya adalah 7,19% pada obligasi kelas tertinggi versus hanya 2,76% pada saham industri. (Ini dibandingkan dengan 4,40% dan 2,92% masing-masing pada akhir 1964.) Sulit untuk menyadari bahwa ketika kami pertama kali menulis buku ini pada tahun 1949, angka-angkanya hampir kebalikannya: obligasi yang dikembalikan hanya 2,66% dan saham menghasilkan 6,82%.² Dalam edisi-edisi sebelumnya kami secara konsisten mendesak agar setidaknya 25% dari portofolio investor konservatif disimpan di saham biasa, dan kami secara umum menyukai pembagian 50-50 antara kedua media. Kita sekarang harus mempertimbangkan apakah keuntungan besar saat ini dari imbal hasil obligasi atas imbal hasil saham akan membenarkan kebijakan semua obligasi sampai hubungan yang lebih masuk akal kembali, seperti yang kita harapkan. Tentu saja pertanyaan tentang inflasi yang berkelanjutan akan menjadi sangat penting dalam mencapai keputusan kita di sini. Sebuah bab akan dikhususkan untuk diskusi ini.*

* Lihat Bab 2. Pada awal tahun 2003, obligasi Treasury AS yang jatuh tempo dalam 10 tahun menghasilkan 3,8%, sedangkan saham (diukur dengan Dow Jones Industrial Average) menghasilkan 1,9%. (Perhatikan bahwa hubungan ini tidak jauh berbeda dari angka tahun 1964 yang dikutip Graham.) Pendapatan yang dihasilkan oleh obligasi berkualitas tinggi telah terus menurun sejak tahun 1981.

Di masa lalu, kami telah membuat perbedaan mendasar antara dua jenis investor yang menjadi sasaran buku ini—yang "defensif" dan "yang giat". Investor defensif (atau pasif) akan menempatkan penekanan utamanya pada penghindaran kesalahan atau kerugian serius. Tujuan kedua adalah kebebasan dari usaha, gangguan, dan kebutuhan untuk membuat keputusan yang sering. Ciri penentu investor giat (atau aktif, atau agresif) adalah kesediaannya untuk mencurahkan waktu dan perhatiannya pada pemilihan sekuritas yang baik dan lebih menarik daripada rata-rata. Selama beberapa dekade, investor yang giat seperti ini dapat mengharapkan imbalan yang berharga untuk keterampilan dan upaya ekstranya, dalam bentuk pengembalian rata-rata yang lebih baik daripada yang direalisasikan oleh investor pasif. Kami memiliki beberapa keraguan apakah imbalan ekstra yang benar-benar substansial dijanjikan kepada investor aktif dalam kondisi saat ini. Tapi tahun depan atau tahun-tahun setelahnya mungkin akan berbeda. Oleh karena itu, kami akan terus mencurahkan perhatian pada kemungkinan investasi yang giat, seperti yang ada pada periode sebelumnya dan mungkin kembali.

Sudah lama menjadi pandangan umum bahwa seni investasi yang sukses pertama-tama terletak pada pilihan industri yang paling mungkin tumbuh di masa depan dan kemudian dalam mengidentifikasi perusahaan yang paling menjanjikan di industri ini. Misalnya, investor cerdas—atau penasihat cerdas mereka—sudah lama menyadari kemungkinan pertumbuhan besar industri komputer secara keseluruhan dan Mesin Bisnis Internasional pada khususnya. Demikian pula untuk sejumlah industri dan perusahaan pertumbuhan lainnya. Tapi ini tidak semudah yang selalu terlihat dalam retrospeksi. Untuk membawa pulang poin ini di awal, mari kita tambahkan di sini sebuah paragraf yang pertama kali kami masukkan dalam edisi tahun 1949 buku ini.

Investor seperti itu mungkin misalnya menjadi pembeli saham transportasi udara karena dia yakin masa depan mereka bahkan lebih cemerlang daripada tren yang sudah dicerminkan pasar. Untuk kelas investor ini, nilai buku kami akan lebih terletak pada peringatannya terhadap jebakan yang mengintai dalam pendekatan investasi favorit ini daripada teknik positif apa pun yang akan membantunya di sepanjang jalannya.*

* "Stok transportasi udara," tentu saja, menghasilkan banyak kegembiraan di akhir-akhir ini 1940-an dan awal 1950-an seperti yang dilakukan saham Internet setengah abad kemudian. Di antara reksa dana terpanas pada masa itu adalah Aeronautical Securities dan

Perangkap telah terbukti sangat berbahaya dalam industri yang kami sebutkan. Tentu saja mudah untuk meramalkan bahwa volume lalu lintas udara akan tumbuh secara spektakuler selama bertahun-tahun. Karena faktor inilah saham mereka menjadi pilihan favorit dana investasi. Namun terlepas dari ekspansi pendapatan—dengan kecepatan yang bahkan lebih besar daripada di industri komputer—kombinasi masalah teknologi dan ekspansi kapasitas yang berlebihan membuat angka laba yang berfluktuasi dan bahkan membawa malapetaka. Pada tahun 1970, meskipun angka lalu lintas baru tinggi, maskapai mengalami kerugian beberapa \$200 juta untuk pemegang saham mereka. (Mereka telah menunjukkan kerugian juga di 1945 dan 1961.) Saham perusahaan-perusahaan ini sekali lagi menunjukkan penurunan yang lebih besar pada tahun 1969-70 daripada pasar umum. Rekaman menunjukkan bahwa bahkan para ahli penuh waktu yang dibayar tinggi dari mutual dana benar-benar salah tentang masa depan jangka pendek dari sebuah industri besar dan nonesoterik.

Di sisi lain, sementara dana investasinya cukup besar investasi dan keuntungan substansial di IBM, kombinasi dari tampaknya harga tinggi dan ketidakmungkinan untuk menjadi yakin tentang tingkat pertumbuhannya mencegah mereka memiliki lebih dari, katakanlah, 3% dana mereka dalam pemain yang luar biasa ini. Oleh karena itu efek dari pilihan yang sangat baik ini pada hasil keseluruhan mereka sama sekali tidak penentu. Selain itu, banyak—jika bukan sebagian besar—investasi mereka di perusahaan industri komputer selain IBM tampaknya telah tidak menguntungkan. Dari dua contoh luas ini kita menarik dua moral untuk pembaca kami:

1. Prospek yang jelas untuk pertumbuhan fisik dalam bisnis tidak diterjemahkan menjadi keuntungan nyata bagi investor.

2. Para ahli tidak memiliki cara yang dapat diandalkan untuk memilih dan berkonsentrasi pada perusahaan yang paling menjanjikan di industri yang paling menjanjikan.

Rudal-Roket-Jet & Dana Otomasi. Mereka, seperti saham yang mereka miliki, ternyata menjadi bencana investasi. Secara umum diterima saat ini bahwa pendapatan kumulatif industri penerbangan sepanjang sejarahnya negatif. Pelajaran yang diambil Graham bukanlah bahwa Anda harus menghindari membeli saham maskapai penerbangan, tetapi Anda tidak boleh menyerah pada "kepastian" bahwa industri mana pun akan mengungguli industri lainnya di masa depan.

Penulis tidak mengikuti pendekatan ini dalam karir keuangannya sebagai manajer dana, dan dia tidak dapat memberikan nasihat khusus atau banyak dorongan kepada mereka yang mungkin ingin mencobanya.

Lalu apa yang akan kita capai dalam buku ini? Tujuan utama kami adalah untuk membimbing pembaca terhadap bidang-bidang kesalahan substansial yang mungkin terjadi dan untuk mengembangkan kebijakan yang akan membuatnya nyaman. Kami akan mengatakan sedikit tentang psikologi investor. Karena memang, masalah utama investor—dan bahkan musuh terburuknya—mungkin adalah dirinya sendiri. (“Kesalahan, investor terkasih, bukan pada bintang kita—dan bukan pada saham kita—tetapi pada diri kita sendiri. . . .”) Ini telah terbukti lebih benar selama beberapa dekade terakhir karena semakin penting bagi investor konservatif untuk memperoleh saham biasa. saham dan dengan demikian mengekspos diri mereka sendiri, mau tak mau, pada kegembiraan dan godaan pasar saham. Dengan argumen, contoh, dan nasihat, kami berharap dapat membantu pembaca kami untuk membangun sikap mental dan emosional yang tepat terhadap keputusan investasi mereka.

Selain itu, kami berharap untuk menanamkan dalam diri pembaca kecenderungan untuk mengukur atau mengukur. Untuk 99 masalah dari 100 kita dapat mengatakan bahwa pada harga tertentu mereka cukup murah untuk dibeli dan pada harga lain mereka akan sangat berharga sehingga harus dijual. Kebiasaan mengaitkan apa yang dibayar dengan apa yang ditawarkan adalah sifat yang tak ternilai dalam investasi. Dalam sebuah artikel di majalah wanita bertahun-tahun yang lalu, kami menyarankan para pembaca untuk membeli saham mereka saat mereka membeli bahan makanan, bukan saat mereka membeli parfum. Kerugian yang sangat mengerikan dalam beberapa tahun terakhir (dan pada banyak kesempatan serupa sebelumnya) diwujudkan dalam masalah saham biasa di mana pembeli lupa bertanya “Berapa?”

Pada bulan Juni 1970 pertanyaan “Berapa?” dapat dijawab dengan angka ajaib 9,40%—hasil yang dapat diperoleh dari penawaran baru obligasi utilitas publik bermutu tinggi. Ini sekarang telah turun menjadi sekitar

7,3%, tetapi pengembalian itu pun menggoda kita untuk bertanya, “Mengapa memberikan jawaban lain?” Tetapi ada kemungkinan jawaban lain, dan ini harus dipertimbangkan dengan cermat. Selain

itu, kami ulangi bahwa kami dan para pembaca kami harus bersiap terlebih dahulu untuk kemungkinan kondisi yang sangat berbeda, katakanlah, 1973–1977.

Oleh karena itu kami akan menyajikan secara rinci program positif untuk investasi saham biasa, yang sebagian berada dalam lingkup kedua kelas investor dan sebagian ditujukan terutama untuk kelompok pengusaha. Anehnya, kami akan menyarankan sebagai salah satu persyaratan utama kami di sini bahwa pembaca kami membatasi diri pada masalah yang menjual tidak jauh di atas nilai aset berwujud mereka. * Alasan untuk nasihat yang tampaknya ketinggalan zaman ini adalah praktis dan psikologis. Pengalaman telah mengajari kita bahwa, meskipun ada banyak perusahaan yang tumbuh baik dengan aset bersih beberapa kali lipat, pembeli saham semacam itu akan terlalu bergantung pada keanehan dan fluktuasi pasar saham. Sebaliknya, investor saham, katakanlah, perusahaan utilitas publik dengan nilai aset bersih mereka selalu dapat menganggap dirinya pemilik kepentingan dalam bisnis yang sehat dan berkembang, diperoleh dengan harga yang rasional — terlepas dari apa yang mungkin dikatakan pasar saham sebaliknya. Hasil akhir dari kebijakan konservatif seperti itu kemungkinan akan berhasil lebih baik daripada petualangan yang mengasyikkan ke bidang pertumbuhan yang diantisipasi dan berbahaya.

Seni investasi memiliki satu ciri yang umumnya tidak diapresiasi. Hasil yang dapat dikreditkan, jika tidak spektakuler, dapat dicapai oleh investor awam dengan upaya dan kemampuan yang minimal; tetapi untuk meningkatkan standar yang mudah dicapai ini membutuhkan banyak penerapan dan lebih dari sekadar jejak kebijaksanaan. Jika Anda hanya mencoba membawa sedikit pengetahuan dan kepandaian ekstra untuk mendukung program investasi Anda, alih-alih menyadari hasil yang sedikit lebih baik dari biasanya, Anda mungkin mendapati bahwa Anda telah melakukan yang lebih buruk.

Karena siapa pun—hanya dengan membeli dan memegang daftar perwakilan—dapat menyamai kinerja rata-rata pasar, tampaknya masalah yang relatif sederhana untuk “mengalahkan rata-rata”; tetapi pada kenyataannya proporsi orang pintar yang mencoba ini dan gagal sangat besar. Bahkan sebagian besar dana investasi, dengan semua personel yang berpengalaman, belum berkinerja baik

* Aset berwujud mencakup properti fisik perusahaan (seperti real estat, pabrik, peralatan, dan inventaris) serta saldo keuangannya (seperti uang tunai, investasi jangka pendek, dan piutang). Di antara unsur-unsur yang tidak termasuk dalam aset berwujud adalah merek, hak cipta, paten, waralaba, niat baik, dan merek dagang. Untuk melihat cara menghitung nilai aset berwujud, lihat catatan kaki pada hal. 198.

selama bertahun-tahun seperti pasar umum. Berhubungan dengan hal di atas adalah catatan prediksi pasar saham yang diterbitkan dari rumah pialang, karena ada bukti kuat bahwa perkiraan yang dihitung agak kurang dapat diandalkan daripada lemparan koin yang sederhana.

Dalam menulis buku ini, kami telah mencoba mengingat perangkat dasar investasi ini. Keutamaan kebijakan portofolio sederhana telah ditekankan—pembelian obligasi bermutu tinggi ditambah daftar beragam saham biasa terkemuka—yang dapat dilakukan oleh investor mana pun dengan sedikit bantuan ahli. Petualangan di luar wilayah yang aman dan sehat ini telah disajikan sebagai tantangan yang penuh dengan kesulitan, terutama di bidang temperamen. Sebelum mencoba usaha semacam itu, investor harus merasa yakin akan dirinya sendiri dan penasihatnya—terutama apakah mereka memiliki konsep yang jelas tentang perbedaan antara investasi dan spekulasi dan antara harga pasar dan nilai dasar.

Pendekatan investasi yang kuat, berdasarkan prinsip margin-of-safety, dapat menghasilkan imbalan yang bagus. Tetapi keputusan untuk mencoba gaji ini dan bukan untuk hasil yang pasti dari investasi defensif tidak boleh dibuat tanpa banyak pemeriksaan diri.

Sebuah pemikiran retrospektif terakhir. Ketika penulis muda itu memasuki Wall Street pada bulan Juni 1914, tidak seorang pun memiliki firasat tentang apa yang akan terjadi pada setengah abad berikutnya. (Pasar saham bahkan tidak menduga bahwa Perang Dunia akan pecah dalam dua bulan, dan menutup Bursa Efek New York.) Sekarang, pada tahun 1972, kita menemukan diri kita sebagai negara terkaya dan paling kuat di dunia, tetapi dilanda oleh segala macam masalah besar dan lebih mengkhawatirkan daripada yakin akan masa depan. Namun jika kita membatasi perhatian kita pada pengalaman investasi Amerika, ada beberapa kenyamanan yang bisa dipetik dari 57 tahun terakhir. Melalui semua perubahan dan korban mereka, yang mengguncang bumi dan tidak terduga, tetap benar bahwa prinsip-prinsip investasi yang sehat secara umum menghasilkan hasil yang baik. Kita harus bertindak berdasarkan asumsi bahwa mereka akan terus melakukannya.

Catatan untuk Pembaca: Buku ini tidak membahas kebijakan keuangan penabung dan investor secara keseluruhan; itu hanya berurusan dengan bagian dari dana mereka yang mereka siapkan

untuk ditempatkan di sekuritas yang dapat dipasarkan (atau dapat ditebus), yaitu, dalam obligasi dan saham.

Akibatnya kita tidak membahas media penting seperti tabungan dan deposito waktu, rekening tabungan-dan-pinjaman, asuransi jiwa, anuitas, dan hipotek real-estate atau kepemilikan ekuitas. Pembaca harus ingat bahwa ketika dia menemukan kata "sekarang," atau padanannya, dalam teks, itu merujuk pada akhir tahun 1971 atau awal tahun 1972.

KOMENTAR PADA PENDAHULUAN

Jika Anda telah membangun istana di udara, pekerjaan Anda tidak perlu hilang; di sanalah mereka seharusnya berada. Sekarang letakkan fondasi di bawahnya.

-Henry David Thoreau, Walden

NPerhatikan bahwa Graham mengumumkan dari awal bahwa buku ini tidak akan memberitahu Anda bagaimana untuk mengalahkan pasar. Tidak ada buku yang benar yang bisa.

Sebaliknya, buku ini akan mengajarkan Anda tiga pelajaran yang kuat:

- bagaimana Anda dapat meminimalkan kemungkinan menderita kerugian yang tidak dapat diubah;
- bagaimana Anda dapat memaksimalkan peluang untuk mencapai keuntungan yang berkelanjutan;
- bagaimana Anda dapat mengontrol perilaku merugikan diri sendiri yang membuat sebagian besar investor tidak mencapai potensi penuh mereka.

Kembali pada tahun-tahun booming di akhir 1990-an, ketika saham teknologi tampak berlipat ganda nilainya setiap hari, gagasan bahwa Anda bisa kehilangan hampir semua uang Anda tampak tidak masuk akal. Namun, pada akhir tahun 2002, banyak saham dot-com dan telekomunikasi telah kehilangan 95% nilainya atau lebih. Setelah Anda kehilangan 95% dari uang Anda, Anda harus mendapatkan 1.900% hanya untuk kembali ke tempat Anda memulai.¹ Mengambil risiko yang bodoh dapat menempatkan Anda begitu dalam ke dalam lubang sehingga hampir tidak mungkin untuk keluar. Itulah sebabnya Graham terus-menerus menekankan pentingnya menghindari kerugian—tidak hanya dalam Bab 6, 14, dan 20, tetapi juga dalam untaian peringatan yang telah ia jalin di seluruh teksnya.

Tapi tidak peduli seberapa hati-hati Anda, harga investasi Anda akan turun dari waktu ke waktu. Meskipun tidak ada yang bisa menghilangkan risiko itu,

¹Untuk menempatkan pernyataan ini dalam perspektif, pertimbangkan seberapa sering Anda cenderung membeli saham seharga \$30 dan dapat menjualnya dengan harga \$600.

Graham akan menunjukkan cara mengelolanya—dan cara mengendalikan ketakutan Anda.

APAKAH KAU ADALAH INTELLIGENT INVESTOR ATAU?

Sekarang mari kita jawab pertanyaan yang sangat penting. Apa sebenarnya yang dimaksud Graham dengan investor "cerdas"? Kembali ke edisi pertama buku ini, Graham mendefinisikan istilah itu—dan dia menjelaskan bahwa jenis kecerdasan ini tidak ada hubungannya dengan skor IQ atau SAT. Ini berarti sabar, disiplin, dan bersemangat untuk belajar; Anda juga harus bisa memanfaatkan emosi dan berpikir untuk diri sendiri. Kecerdasan semacam ini, jelas Graham, "lebih merupakan ciri karakter daripada otak".²

Ada bukti bahwa IQ tinggi dan pendidikan tinggi tidak cukup untuk membuat investor cerdas. Pada tahun 1998, Long-Term Capital Management LP, hedge fund yang dijalankan oleh batalion matematikawan, ilmuwan komputer, dan dua ekonom pemenang Hadiah Nobel, kehilangan lebih dari \$2 miliar dalam hitungan minggu dengan taruhan besar bahwa pasar obligasi akan kembali "normal". Tetapi pasar obligasi terus menjadi semakin tidak normal—dan LTCM telah meminjam begitu banyak uang sehingga keruntuhanannya hampir menjungkirbalikkan sistem keuangan global.³

Dan pada musim semi 1720, Sir Isaac Newton memiliki saham di South Sea Company, saham terpanas di Inggris. Merasa bahwa pasar semakin tidak terkendali, fisikawan hebat itu bergumam bahwa dia "bisa menghitung gerakan benda-benda langit, tetapi bukan kegilaan orang-orangnya." Newton membuang saham South Sea-nya, mengantongi keuntungan 100% dengan total £7.000. Tetapi hanya beberapa bulan kemudian, terhanyut dalam antusiasme pasar yang liar, Newton melompat kembali dengan harga yang jauh lebih tinggi—dan kehilangan £20.000 (atau lebih dari \$3 juta dalam uang hari ini). Selama sisa hidupnya, dia melarang siapa pun untuk mengucapkan kata-kata "Laut Selatan" di hadapannya.⁴

²Benjamin Graham, *Investor Cerdas* (Harper & Row, 1949), hlm. 4.

³"Hedge fund" adalah kumpulan uang, yang sebagian besar tidak diatur oleh pemerintah, diinvestasikan secara agresif untuk klien kaya. Untuk penceritaan kisah LTCM yang luar biasa, lihat Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

⁴John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, London, 1960), hlm. 131, 199. Lihat juga www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

Sir Isaac Newton adalah salah satu orang paling cerdas yang pernah hidup, karena kebanyakan dari kita akan mendefinisikan kecerdasan. Tapi, menurut Graham, Newton jauh dari investor yang cerdas. Dengan membiarkan auman orang banyak mengesampingkan penilaiannya sendiri, ilmuwan terbesar di dunia itu bertindak seperti orang bodoh.

Singkatnya, jika Anda gagal berinvestasi selama ini, itu bukan karena Anda bodoh. Itu karena, seperti Sir Isaac Newton, Anda belum mengembangkan disiplin emosional yang dibutuhkan oleh investasi yang sukses. Dalam Bab 8, Graham menjelaskan bagaimana meningkatkan kecerdasan Anda dengan memanfaatkan emosi Anda dan menolak untuk tunduk pada tingkat irasionalitas pasar. Di sana Anda dapat menguasai pelajarannya bahwa menjadi investor yang cerdas lebih merupakan masalah “karakter” daripada “otak”.

A C H R O N I C L E O F C A L A M I T Y

Sekarang mari kita luangkan waktu sejenak untuk melihat beberapa perkembangan keuangan utama dalam beberapa tahun terakhir:

1. Kehancuran pasar terburuk sejak Depresi Hebat, dengan saham AS kehilangan 50,2% dari nilainya—atau \$7,4 triliun—antara Maret 2000 dan Oktober 2002.
2. Penurunan yang jauh lebih dalam pada harga saham perusahaan-perusahaan terpanas tahun 1990-an, termasuk AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent, dan Qualcomm—ditambah kehancuran total ratusan saham Internet.
3. Tuduhan penipuan keuangan besar-besaran di beberapa perusahaan terbesar dan paling dihormati di Amerika, termasuk Enron, Tyco, dan Xerox.
4. Kebangkrutan dari perusahaan-perusahaan yang pernah berkilau seperti Consecro, Global Crossing, dan WorldCom.
5. Tuduhan bahwa firma akuntansi memasak buku, dan bahkan menghancurkan catatan, untuk membantu klien mereka menyesatkan publik investasi.
6. Tuduhan bahwa eksekutif puncak di perusahaan terkemuka menyedot ratusan juta dolar untuk keuntungan pribadi mereka sendiri.
7. Bukti bahwa analis keuangan di Wall Street menjual saham secara terbuka kepada klien mereka sebelum mereka menjualnya kepada publik.

8. Pasar saham yang, bahkan setelah penurunan yang mengerikan, tampaknya dinilai terlalu tinggi oleh ukuran historis, menunjukkan kepada banyak ahli bahwa saham masih akan jatuh lebih jauh.

9. Penurunan suku bunga tanpa henti yang membuat investor tidak memiliki alternatif menarik selain saham.
10. Lingkungan investasi yang penuh dengan ancaman tak terduga dari terorisme global dan perang di Timur Tengah.

Banyak dari kerusakan ini dapat (dan telah!) dihindari oleh investor yang belajar dan hidup dengan prinsip-prinsip Graham. Seperti yang dikatakan Graham, "sementara antusiasme mungkin diperlukan untuk pencapaian besar di tempat lain, di Wall Street hampir selalu mengarah pada bencana." Dengan membiarkan diri mereka terbawa arus—pada saham-saham Internet, pada saham-saham “pertumbuhan” besar, pada saham-saham secara keseluruhan—banyak orang membuat kesalahan bodoh yang sama seperti Sir Isaac Newton. Mereka membiarkan penilaian investor lain menentukan penilaian mereka sendiri. Mereka mengabaikan peringatan Graham bahwa "kerugian yang sangat mengerikan" selalu terjadi setelah "pembeli lupa bertanya"

"Berapa harganya?" Yang paling menyakitkan dari semuanya, dengan kehilangan kendali diri mereka tepat pada saat mereka paling membutuhkannya, orang-orang ini membuktikan pernyataan Graham bahwa "masalah utama investor—dan bahkan musuh terburuknya—mungkin adalah dirinya sendiri."

PASTINYA TIDAK

Banyak dari orang-orang itu secara khusus terbawa oleh teknologi dan saham Internet, percaya bahwa hype teknologi tinggi bahwa industri ini akan terus tumbuh melebihi satu sama lain selama bertahun-tahun yang akan datang, jika tidak selamanya:

- Pada pertengahan 1999, setelah mendapatkan pengembalian 117,3% hanya dalam lima bulan pertama tahun ini, manajer portofolio Dana Internet Monument Alexander Cheung memperkirakan bahwa dananya akan meningkat 50% per tahun selama tiga hingga lima tahun ke depan dan rata-rata tahunan sebesar 35% “selama 20 tahun ke depan.”⁵

⁵Constance Loizos, "T&J: Alex Cheung," *InvestmentNews*, 17 Mei 1999, hlm. 38. Pengembalian 20 tahun tertinggi dalam sejarah reksa dana adalah 25,8% per tahun, dicapai oleh Peter Lynch dari Fidelity Magellan yang legendaris selama dua dekade yang berakhir pada 31 Desember 1994.

Kinerja Lynch mengubah \$10.000 menjadi lebih dari \$982.000 dalam 20 tahun. Cheung memperkirakan bahwa dananya akan mengubah \$10.000 menjadi lebih dari \$4 juta dalam jangka waktu yang sama. Alih-alih menganggap Cheung sebagai orang yang terlalu optimis, investor melemparkan

- Setelah Amerindo Technology Fund-nya naik luar biasa 248,9% pada tahun 1999, manajer portofolio Alberto Vilar mencemooh siapa pun yang berani meragukan bahwa Internet adalah mesin penghasil uang abadi: "Jika Anda keluar dari sektor ini, Anda akan berkinerja buruk. . . Anda berada di atas kuda dan kereta, dan saya di dalam Porsche. Anda tidak menyukai peluang pertumbuhan sepuluh kali lipat? Lalu pergi dengan orang lain."⁶
- Pada Februari 2000, manajer dana lindung nilai James J. Cramer menyatakan bahwa perusahaan yang berhubungan dengan Internet "adalah satu-satunya yang layak dimiliki saat ini." Para "pemenang dunia baru" ini, begitu dia menyebutnya, "adalah satu-satunya yang naik lebih tinggi secara konsisten di hari-hari baik dan buruk." Cramer bahkan mengambil gambar di Graham: "Anda harus membuang semua matriks dan formula dan teks yang ada sebelum Web. . . . Jika kami menggunakan salah satu dari apa yang diajarkan Graham dan Dodd kepada kami, kami tidak akan memiliki sepeser pun di bawah manajemen."⁷

Semua yang disebut ahli ini mengabaikan kata-kata peringatan Graham yang bijaksana: "Prospek yang jelas untuk pertumbuhan fisik dalam bisnis tidak diterjemahkan menjadi keuntungan nyata bagi investor." Meskipun tampaknya mudah untuk meramalkan industri mana yang akan tumbuh paling cepat, pandangan ke depan itu tidak memiliki nilai nyata jika sebagian besar investor lain sudah mengharapkan hal yang sama. Pada saat semua orang memutuskan bahwa industri tertentu "jelas" adalah yang terbaik

uang padanya, melemparkan lebih dari \$ 100 juta ke dalam dana selama tahun depan. Investasi \$10,000 di Monument Internet Fund pada Mei 1999 akan menyusut menjadi sekitar \$2,000 pada akhir tahun 2002. (Dana Monument tidak lagi ada dalam bentuk aslinya dan sekarang dikenal sebagai Orbitex Emerging Technology Fund.)

⁶Lisa Reilly Cullen, "The Triple Digit Club," Uang, Desember 1999, hal. 170. Jika Anda telah menginvestasikan \$10.000 dalam dana Vilar pada akhir tahun 1999, Anda akan menyelesaikan tahun 2002 dengan hanya tersisa \$1,195—salah satu kehancuran kekayaan terburuk dalam sejarah industri reksa dana.

⁷Melihat www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Saham favorit Cramer tidak naik "lebih tinggi secara konsisten di hari-hari baik dan buruk." Pada akhir tahun

2002, salah satu dari 10 sudah bangkrut, dan investasi \$10.000 yang tersebar merata di seluruh pilihan Cramer akan kehilangan 94%, meninggalkan Anda

dengan total \$597,44. Mungkin Cramer bermaksud bahwa sahamnya akan menjadi "pemenang" bukan di "dunia baru", tetapi di dunia yang akan datang.

satu untuk berinvestasi, harga sahamnya telah ditawarkan begitu tinggi sehingga pengembaliannya di masa depan tidak memiliki tempat lain selain turun.

Setidaknya untuk saat ini, tidak ada yang berani mencoba mengklaim bahwa teknologi akan tetap menjadi industri dengan pertumbuhan terbesar di dunia. Tetapi pastikan Anda mengingat ini: Orang-orang yang sekarang mengklaim bahwa "hal yang pasti" berikutnya adalah perawatan kesehatan, atau energi, atau real estat, atau emas, pada akhirnya tidak lebih mungkin benar daripada para hypeser teknologi tinggi. ternyata.

THE SILVER LINING

Jika tidak ada harga yang tampak terlalu tinggi untuk saham pada tahun 1990-an, pada tahun 2003 kita telah mencapai titik di mana tidak ada harga yang tampaknya cukup rendah. Pendulum telah berayun, seperti yang selalu diketahui Graham, dari kegembiraan irasional menjadi pesimisme yang tidak dapat dibenarkan. Pada tahun 2002, investor menarik \$27 miliar dari reksa dana saham, dan survei yang dilakukan oleh Asosiasi Industri Sekuritas menemukan bahwa satu dari 10 investor telah mengurangi saham setidaknya 25%. Orang yang sama yang ingin membeli saham di akhir 1990-an—ketika harganya naik dan, karenanya, menjadi mahal—menjual saham saat harganya turun dan, menurut definisi, menjadi lebih murah.

Seperti yang ditunjukkan Graham dengan sangat cemerlang di Bab 8, ini justru terbalik. Investor yang cerdas menyadari bahwa saham menjadi lebih berisiko, bukan lebih kecil, saat harganya naik—dan risikonya lebih kecil, bukan lebih, saat harganya turun. Investor yang cerdas takut akan pasar bull, karena membuat saham lebih mahal untuk dibeli. Dan sebaliknya (selama Anda menyimpan cukup uang untuk memenuhi kebutuhan pengeluaran Anda), Anda harus menyambut pasar beruang, karena itu membuat saham kembali dijual.⁸

Jadi berhati-hatilah: Kematian pasar banteng bukanlah berita buruk yang diyakini semua orang. Berkat penurunan harga saham, sekarang adalah waktu yang jauh lebih aman—dan lebih waras—untuk membangun kekayaan. Baca terus, dan biarkan Graham menunjukkan caranya.

⁸Satu-satunya pengecualian untuk aturan ini adalah investor dalam tahap lanjut pensiun, yang mungkin tidak dapat bertahan lebih lama dari pasar beruang yang panjang. Namun, bahkan seorang investor tua tidak boleh menjual sahamnya hanya karena harganya telah turun; pendekatan itu tidak hanya mengubah kerugian kertasnya menjadi kerugian nyata tetapi juga menghilangkan potensi ahli warisnya untuk mewarisi saham tersebut dengan biaya lebih rendah untuk tujuan pajak.

BAB 1

Investasi versus Spekulasi: Hasil untuk Diharapkan oleh Investor Cerdas

*T*abnya akan menguraikan sudut pandang yang akan dikemukakan dalam sisa buku ini. Secara khusus kami ingin mengembangkan konsep kami tentang kebijakan portofolio yang sesuai untuk individu, investor nonprofesional.

Investasi versus Spekulasi

Apa yang kami maksud dengan "investor"? Di seluruh buku ini, istilah tersebut akan digunakan secara berlawanan dengan "spekulan". Sejak tahun 1934, dalam buku teks kami Analisis Keamanan,¹ kami mencoba formulasi yang tepat dari perbedaan antara keduanya, sebagai berikut: "Sebuah operasi investasi adalah salah satu yang, setelah analisis menyeluruh menjanjikan keamanan pokok dan pengembalian yang memadai. Operasi yang tidak memenuhi persyaratan ini bersifat spekulatif."

Sementara kita berpegang teguh pada definisi ini selama 38 tahun berikutnya, perlu dicatat perubahan radikal yang terjadi dalam penggunaan istilah "investor" selama periode ini. Setelah penurunan pasar yang besar pada tahun 1929–1932, semua saham biasa secara luas dianggap bersifat spekulatif. (Seorang otoritas terkemuka menyatakan dengan tegas bahwa hanya obligasi yang dapat dibeli untuk investasi.²) Jadi kami kemudian harus mempertahankan definisi kami terhadap tuduhan bahwa itu memberikan ruang lingkup yang terlalu luas untuk konsep investasi.

Sekarang kekhawatiran kami adalah dari jenis yang berlawanan. Kita harus mencegah pembaca kita menerima jargon umum yang menerapkan istilah "investor" kepada siapa pun dan semua orang di pasar saham. Dalam edisi terakhir kami, kami mengutip judul berikut dari artikel halaman depan jurnal keuangan terkemuka kami pada bulan Juni 1962:

INVESTOR KECIL BEARISH, MEREKA MENJUAL SANGAT PENDEK

Pada bulan Oktober 1970, jurnal yang sama memiliki editorial kritis terhadap apa yang disebutnya "investor sembrono", yang kali ini terburu-buru untuk membeli.

Kutipan-kutipan ini dengan baik menggambarkan kebingungan yang telah dominan selama bertahun-tahun dalam penggunaan kata-kata investasi dan spekulasi. Pikirkan definisi investasi yang kami sarankan yang diberikan di atas, dan bandingkan dengan penjualan beberapa lembar saham oleh anggota masyarakat yang tidak berpengalaman, yang bahkan tidak memiliki apa yang dia jual, dan memiliki sebagian besar keyakinan emosional bahwa dia akan menjadi mampu membelinya kembali dengan harga yang jauh lebih rendah. (Tidak relevan untuk menunjukkan bahwa ketika artikel 1962 muncul, pasar telah mengalami penurunan ukuran besar, dan sekarang bersiap untuk kenaikan yang lebih besar lagi. Itu adalah waktu yang seburuk mungkin untuk menjual pendek.) Dalam arti yang lebih umum,

Surat kabar menggunakan kata "investor" dalam kasus ini karena, dalam bahasa Wall Street yang mudah, setiap orang yang membeli atau menjual sekuritas telah menjadi investor, terlepas dari apa yang dia beli, atau untuk tujuan apa, atau berapa harganya, atau baik untuk uang tunai atau margin. Bandingkan ini dengan sikap publik terhadap saham biasa pada tahun 1948, ketika lebih dari 90% dari mereka yang ditanya menyatakan diri mereka sebagai lawan dari pembelian saham biasa.³ Sekitar setengahnya memberikan alasan mereka "tidak aman, berjudi", dan sekitar setengahnya lagi, alasan "tidak akrab."⁴ Sungguh ironis

* Survei yang dikutip Graham dilakukan untuk The Fed oleh University of Michigan dan diterbitkan dalam Federal Reserve Bulletin, Juli 1948. Orang-orang ditanya, "Misalkan seorang pria memutuskan untuk tidak membelanjakan uangnya. Dia bisa menaruhnya di bank atau di obligasi atau dia bisa menginvestasikannya. Menurut Anda, apa hal yang paling bijaksana untuk dia lakukan dengan uang itu saat ini—taruh di bank, beli obligasi tabungan dengannya, investasikan di real estat, atau beli saham biasa dengannya?" Hanya 4% yang berpikir saham biasa akan menawarkan pengembalian yang "memuaskan"; 26% menganggapnya "tidak aman" atau "berjudi." Dari tahun 1949 sampai 1958, pasar saham memperoleh salah satu pengembalian 10 tahun tertinggi dalam sejarah,

(walaupun tidak mengejutkan) bahwa semua jenis pembelian saham biasa secara umum dianggap sangat spekulatif atau berisiko pada saat mereka menjual dengan dasar yang paling menarik, dan akan segera memulai kemajuan terbesar mereka dalam sejarah; sebaliknya fakta bahwa mereka telah maju ke tingkat yang tidak diragukan lagi berbahaya seperti yang dinilai oleh pengalaman masa lalu kemudian mengubahnya menjadi "investasi," dan seluruh publik pembeli saham menjadi "investor."

Perbedaan antara investasi dan spekulasi dalam saham biasa selalu menjadi hal yang berguna dan hilangnya menjadi perhatian. Kami telah sering mengatakan bahwa Wall Street sebagai sebuah institusi akan disarankan untuk mengembalikan perbedaan ini dan untuk menekankannya dalam semua urusannya dengan publik. Kalau tidak, bursa saham mungkin suatu hari akan disalahkan atas kerugian spekulatif yang berat, yang tidak diperingatkan oleh mereka yang menderita. Ironisnya, sekali lagi, banyak dari masalah keuangan baru-baru ini dari beberapa perusahaan bursa tampaknya datang dari penyertaan saham biasa spekulatif dalam dana modal mereka sendiri.

Apa yang baru saja kami katakan menunjukkan bahwa mungkin tidak ada lagi yang namanya kebijakan investasi murni yang terdiri dari saham biasa yang representatif—dalam arti bahwa seseorang selalu dapat menunggu untuk membelinya pada harga yang tidak melibatkan risiko pasar. atau kerugian "kuotasi" yang cukup besar untuk meresahkan. Dalam sebagian besar periode, investor harus mengakui adanya faktor spekulatif dalam kepemilikan saham biasa. Adalah tugasnya untuk menjaga komponen ini dalam batas-batas kecil, dan untuk dipersiapkan secara finansial dan psikologis untuk hasil yang merugikan yang mungkin dalam jangka pendek atau panjang.

Dua paragraf harus ditambahkan tentang spekulasi saham itu sendiri, yang dibedakan dari komponen spekulatif yang sekarang melekat

rata-rata 18,7% per tahun. Dalam gema yang menarik dari survei awal Fed itu, jajak pendapat yang dilakukan oleh BusinessWeek pada akhir tahun 2002 menemukan bahwa hanya 24% investor yang mau berinvestasi lebih banyak dalam reksa dana atau portofolio saham mereka, turun dari 47% hanya tiga tahun sebelumnya.

dalam saham biasa yang paling representatif. Spekulasi terang-terangan bukanlah ilegal, tidak bermoral, atau (bagi kebanyakan orang) menggemukkan dompet. Lebih dari itu, beberapa spekulasi diperlukan dan tidak dapat dihindari, karena dalam banyak situasi saham biasa ada kemungkinan besar untung dan rugi, dan risiko di dalamnya harus ditanggung oleh seseorang.* Ada spekulasi cerdas karena ada investasi cerdas. Tetapi ada banyak cara di mana spekulasi mungkin tidak cerdas. Di antaranya yang paling utama adalah: (1) berspekulasi ketika Anda berpikir Anda sedang berinvestasi; (2) berspekulasi dengan serius alih-alih sebagai hobi, ketika Anda tidak memiliki pengetahuan dan keterampilan yang tepat untuk itu; dan (3) mempertaruhkan lebih banyak uang dalam spekulasi daripada yang bisa Anda tanggung.

Dalam pandangan konservatif kami, setiap nonprofesional yang beroperasi dengan margin harus menyadari bahwa dia sebenarnya berspekulasi, dan adalah tugas pialangnya untuk menasihatinya. Dan setiap orang yang membeli apa yang disebut masalah saham biasa "panas", atau melakukan pembelian dengan cara apa pun yang serupa dengannya, adalah berspekulasi atau berjudi. Spekulasi selalu menarik, dan itu bisa sangat menyenangkan saat Anda berada di depan permainan. Jika Anda ingin mencoba keberuntungan Anda, sisihkan sebagian—semakin kecil semakin baik—modal Anda dalam dana terpisah untuk tujuan ini. Jangan pernah menambahkan lebih banyak uang ke akun ini hanya karena

* Spekulasi bermanfaat pada dua tingkat: Pertama, tanpa spekulasi, perusahaan baru yang belum teruji (seperti Amazon.com atau, di masa lalu, Edison Electric Light Co.) tidak akan pernah mampu mengumpulkan modal yang diperlukan untuk ekspansi. Peluang jangka panjang yang memikat dari keuntungan besar adalah pelumas yang melumasi mesin inovasi. Kedua, risiko dipertukarkan (tetapi tidak pernah dihilangkan) setiap kali saham dibeli atau dijual. Pembeli membeli risiko utama bahwa saham ini mungkin turun. Sementara itu, penjual masih memiliki risiko residual—kemungkinan harga saham yang baru saja dijualnya naik!

Akun margin memungkinkan Anda untuk membeli saham menggunakan uang yang Anda pinjam dari perusahaan pialang. Dengan berinvestasi dengan uang pinjaman, Anda menghasilkan lebih banyak saat saham Anda naik—tetapi Anda bisa terhapus saat turun. Jaminan untuk pinjaman tersebut adalah nilai investasi di akun Anda—jadi Anda harus memasukkan lebih banyak uang jika nilai itu turun di bawah jumlah yang Anda pinjam. Untuk informasi lebih lanjut tentang akun

margin,

lihat www.sec.gov/investor/pub/margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf, dan www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.

pasar telah naik dan keuntungan mulai mengalir. (Itulah waktunya untuk berpikir tentang mengambil uang dari dana spekulatif Anda.) Jangan pernah mencampurkan operasi spekulatif dan investasi Anda dalam akun yang sama, atau di bagian mana pun dari pemikiran Anda.

Hasil yang Diharapkan oleh Investor Defensif

Kami telah mendefinisikan investor defensif sebagai salah satu yang tertarik terutama pada keamanan ditambah kebebasan dari gangguan. Secara umum jalan apa yang harus dia ikuti dan pengembalian apa yang dapat dia harapkan di bawah "kondisi normal rata-rata"—jika kondisi seperti itu benar-benar ada? Untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan ini, pertama-tama kita akan mempertimbangkan apa yang kita tulis tentang subjek tujuh tahun yang lalu, selanjutnya perubahan signifikan apa yang telah terjadi sejak saat itu dalam faktor-faktor mendasar yang mengatur pengembalian yang diharapkan investor, dan akhirnya apa yang harus dia lakukan dan apa yang harus dia harapkan di bawah kondisi sekarang, kondisi hari (awal 1972).

1. Apa yang Kami Katakan Enam Tahun Lalu

Kami merekomendasikan agar investor membagi kepemilikannya antara obligasi bermutu tinggi dan saham biasa terkemuka; bahwa proporsi yang dimiliki dalam obligasi tidak boleh kurang dari 25% atau lebih dari 75%, dengan kebalikannya harus benar untuk komponen saham biasa; bahwa pilihannya yang paling sederhana adalah mempertahankan proporsi 50-50 di antara keduanya, dengan penyesuaian untuk memulihkan kesetaraan ketika perkembangan pasar telah mengganggunya sebanyak, katakanlah, 5%. Sebagai kebijakan alternatif dia mungkin memilih untuk mengurangi komponen saham biasa menjadi 25% "jika dia merasa pasar sangat tinggi", dan sebaliknya untuk memajukannya ke maksimum 75% "jika dia merasa bahwa penurunan harga saham adalah membuat mereka semakin menarik."

Pada tahun 1965 investor dapat memperoleh sekitar 4½% pada obligasi kena pajak bermutu tinggi dan 3¼% pada obligasi bebas pajak yang baik. Pengembalian dividen pada saham biasa terkemuka (dengan DJIA di 892) hanya sekitar 3,2%. Fakta ini, dan lainnya, menyarankan kehati-hatian. Kami menyiratkan bahwa "pada tingkat pasar normal" investor harus dapat memperoleh pengembalian dividen awal antara 3½% dan 4½% pada pembelian sahamnya, yang harus ditambahkan peningkatan yang

stabil dalam nilai dasar (dan dalam "harga pasar normal") dari perwakilan

daftar saham dengan jumlah yang hampir sama, memberikan pengembalian dari dividen dan apresiasi gabungan sekitar 7½% per tahun. Pembagian setengah-setengah antara obligasi dan saham akan menghasilkan sekitar 6% sebelum pajak penghasilan. Kami menambahkan bahwa komponen stok harus memiliki tingkat perlindungan yang adil terhadap hilangnya daya beli yang disebabkan oleh inflasi skala besar.

Harus ditunjukkan bahwa aritmatika di atas menunjukkan ekspektasi tingkat kemajuan yang jauh lebih rendah di pasar saham daripada yang telah direalisasikan antara tahun 1949 dan 1964. Tingkat itu rata-rata jauh lebih baik daripada 10% untuk saham yang terdaftar secara keseluruhan, dan secara umum dianggap sebagai semacam jaminan bahwa hasil yang sama memuaskan dapat diandalkan di masa depan. Hanya sedikit orang yang mau mempertimbangkan secara serius kemungkinan bahwa tingkat kemajuan yang tinggi di masa lalu berarti bahwa harga saham "sekarang terlalu tinggi", dan karenanya "hasil yang luar biasa sejak tahun 1949 akan menyiratkan hasil yang tidak terlalu baik tetapi buruk untuk masa depan."⁴

2. Apa yang Terjadi Sejak 1964

Perubahan besar sejak tahun 1964 adalah kenaikan suku bunga obligasi kelas satu ke rekor tingkat tinggi, meskipun sejak itu telah terjadi pemulihan yang cukup besar dari harga terendah tahun 1970. Pengembalian yang dapat diperoleh dari masalah korporasi yang baik sekarang sekitar 7½% dan bahkan lebih melawan 4½% pada tahun 1964. Sementara itu, pengembalian dividen pada saham tipe DJIA juga mengalami kemajuan yang cukup baik selama penurunan pasar tahun 1969-1970, tetapi seperti yang kami tulis (dengan "Dow" di 900) kurang dari 3,5% terhadap 3,2% pada akhir tahun 1964. Perubahan suku bunga berjalan menghasilkan penurunan maksimum sekitar 38% pada harga pasar obligasi jangka menengah (katakanlah 20 tahun) selama periode ini.

Ada aspek paradoks dari perkembangan ini. Pada tahun 1964 kami membahas panjang lebar kemungkinan bahwa harga saham mungkin terlalu tinggi dan pada akhirnya akan mengalami penurunan yang serius; tetapi kami tidak mempertimbangkan secara khusus kemungkinan bahwa hal yang sama mungkin terjadi pada harga obligasi bermutu tinggi. (Tidak ada orang lain yang kami ketahui.)

Kami memperingatkan (pada hal. 90) bahwa "obligasi jangka panjang dapat sangat bervariasi dalam harga sebagai respons terhadap perubahan suku bunga." Mengingat apa yang telah terjadi sejak itu, kami berpikir bahwa peringatan ini—dengan contoh-contoh yang menyertainya—tidak cukup ditekankan. Karena faktanya adalah

jika investor memiliki jumlah tertentu di DJIA pada harga penutupan 874 pada tahun 1964 ia akan mendapat keuntungan kecil di atasnya pada akhir tahun 1971; bahkan pada level terendah (631) pada tahun 1970, kerugian yang ditunjukkannya akan terjadi kurang dari yang ditunjukkan pada obligasi jangka panjang yang baik. Di sisi lain di sisi lain, jika dia membatasi investasi jenis obligasinya pada tabungan AS obligasi, masalah perusahaan jangka pendek, atau rekening tabungan, dia akan tidak mengalami kerugian dalam nilai pasar pokoknya selama periode ini dan dia akan menikmati pengembalian pendapatan yang lebih tinggi daripada sebelumnya ditawarkan oleh saham yang bagus. Oleh karena itu, ternyata “uang tunai” yang sebenarnya setara” terbukti menjadi investasi yang lebih baik pada tahun 1964 daripada umum saham — terlepas dari pengalaman inflasi yang secara teori seharusnya memiliki saham yang disukai daripada uang tunai. Penurunan pokok yang dikutip nilai obligasi jangka panjang yang baik adalah karena perkembangan pasar uang, sebuah wilayah muskil yang biasanya tidak memiliki baltan penting pada kebijakan investasi individu.

Ini hanyalah serangkaian pengalaman tanpa akhir dari waktu ke waktu yang telah menunjukkan bahwa masa depan harga sekuritas tidak pernah diprediksi.* Hampir selalu obligasi berfluktuasi jauh lebih sedikit daripada harga saham, dan investor umumnya dapat membeli obligasi yang baik dari jatuh tempo tanpa harus khawatir tentang perubahan di pasar mereka nilai. Ada beberapa pengecualian untuk aturan ini, dan periode setelahnya 1964 terbukti menjadi salah satunya. Kami akan memiliki lebih banyak untuk dikatakan tentang

perubahan harga obligasi di bab selanjutnya.

3. Harapan dan Kebijakan di Akhir 1971 dan Awal 1972

Menjelang akhir tahun 1971 dimungkinkan untuk memperoleh bunga kena pajak 8% atas obligasi korporasi jangka menengah yang baik, dan 5,7% bebas pajak atas sekuritas negara bagian atau kota yang baik. Di bidang jangka pendek, investor dapat merealisasikan sekitar 6% pada masalah pemerintah AS yang jatuh tempo dalam lima tahun. Dalam kasus terakhir pembeli tidak perlu khawatir tentang

* Baca kalimat Graham lagi, dan perhatikan apa yang dikatakan oleh pakar investasi terbesar ini: Masa depan harga sekuritas tidak pernah dapat diprediksi. Dan saat Anda membaca buku ini, perhatikan bagaimana semua hal lain yang dikatakan Graham dirancang untuk membantu Anda bergulat dengan kebenaran itu. Karena Anda tidak dapat memprediksi perilaku pasar, Anda harus belajar bagaimana memprediksi dan mengontrol perilaku Anda sendiri.

kemungkinan kerugian nilai pasar, karena ia yakin akan pembayaran penuh, termasuk pengembalian bunga 6%, pada akhir periode kepemilikan yang relatif singkat. DJIA pada tingkat harga berulang 900 in

1971 menghasilkan
hanya 3,5%.

Mari kita asumsikan bahwa sekarang, seperti di masa lalu, keputusan kebijakan dasar yang harus dilakukan adalah bagaimana membagi dana antara obligasi bermutu tinggi (atau apa yang disebut "setara kas") dan tipe DJIA terkemuka saham. Jalan apa yang harus diikuti investor di bawah kondisi saat ini?

ditions, jika kita tidak memiliki alasan kuat untuk memprediksi salah satu yang signifikan ke atas atau gerakan ke bawah yang signifikan untuk beberapa waktu di

masa depan? Pertama mari kita tunjukkan bahwa jika tidak ada efek samping yang serius

perubahan, investor defensif harus dapat mengandalkan arus menyewakan pengembalian dividen 3,5% atas sahamnya dan juga rata-rata

apresiasi tahunan sekitar 4%. Seperti yang akan kami jelaskan nanti ini

apresiasi pada dasarnya didasarkan pada reinvestasi oleh berbagai perusahaan dari jumlah yang sesuai setiap tahun dari undis-keuntungan yang dianugerahkan. Atas dasar sebelum pajak, pengembalian gabungan dari nya

saham kemudian akan rata-rata, katakanlah, 7,5%, agak kurang dari antar-nya

est pada obligasi bermutu tinggi.* Atas dasar setelah pajak, pengembalian rata-rata

pada saham akan berhasil di sekitar 5,3%.⁵Ini tentang sama seperti yang sekarang dapat diperoleh pada obligasi jangka menengah bebas pajak yang baik.

Ekspektasi ini jauh lebih tidak menguntungkan bagi saham terhadap

obligasi daripada dalam analisis kami tahun 1964. (Kesimpulan itu mengikuti

posisi terendah tak terhindarkan dari fakta dasar bahwa imbal hasil obligasi telah naik lebih dari hasil saham sejak 1964.) Kita tidak boleh kehilangan pandangan

* Seberapa baik ramalan Graham berjalan dengan baik? Pada awalnya memerah, tampaknya, sangat baik: Dari awal 1972 hingga akhir 1981, saham memperoleh pengembalian rata-rata tahunan sebesar 6,5%. (Graham tidak merinci periode waktu untuk ramalannya, tetapi masuk akal untuk mengasumsikan bahwa dia memikirkan cakrawala waktu 10 tahun.) Namun, inflasi mengamuk pada 8,6% per tahun selama periode ini, memakan seluruh keuntungan yang dihasilkan saham. . Di bagian bab ini, Graham meringkas apa yang dikenal sebagai "persamaan Gordon," yang pada dasarnya menyatakan bahwa pengembalian pasar saham di masa depan adalah jumlah dari hasil dividen saat ini ditambah pertumbuhan pendapatan yang diharapkan. Dengan hasil dividen di bawah 2% pada awal tahun 2003, dan pertumbuhan pendapatan jangka panjang sekitar

2%, ditambah inflasi sedikit di atas 2%, pengembalian tahunan rata-rata di masa depan kira-kira

6% masuk akal. (Lihat komentar di Bab 3.)

fakta bahwa pembayaran bunga dan pokok obligasi yang baik jauh lebih terlindungi dan karena itu lebih pasti daripada dividen dan apresiasi harga saham. Akibatnya kita terpaksa menyimpulkan bahwa sekarang, menjelang akhir tahun 1971, investasi obligasi tampak jelas lebih disukai daripada investasi saham. Jika kita bisa yakin bahwa kesimpulan ini benar, kita harus menyarankan investor defensif untuk menaruh semua uangnya di obligasi dan tidak ada di saham biasa sampai hubungan imbal hasil saat ini berubah secara signifikan demi saham.

Tapi tentu saja kita tidak bisa memastikan bahwa obligasi akan bekerja lebih baik daripada saham dari level saat ini. Pembaca akan langsung menganggap faktor inflasi sebagai alasan kuat di sisi lain. Dalam bab berikutnya kami akan berargumen bahwa pengalaman kami yang cukup banyak dengan inflasi di Amerika Serikat selama abad ini tidak akan mendukung pilihan saham terhadap obligasi pada perbedaan hasil saat ini. Tetapi selalu ada kemungkinan—meskipun kami menganggapnya kecil—dari percepatan inflasi, yang dalam satu atau lain cara harus membuat ekuitas saham lebih disukai daripada obligasi yang dibayarkan dalam jumlah dolar yang tetap.* Ada kemungkinan alternatif—yang kami juga menganggap sangat tidak mungkin—bahwa bisnis Amerika akan menjadi sangat menguntungkan, tanpa inflasi yang meningkat, untuk membenarkan peningkatan besar dalam nilai saham biasa dalam beberapa tahun ke depan. Akhirnya, ada kemungkinan yang lebih akrab bahwa kita akan menyaksikan kenaikan spekulatif besar lainnya di pasar saham tanpa pembenaran nyata dalam nilai-nilai yang mendasarinya. Salah satu dari alasan ini, dan mungkin alasan lain yang belum terpikirkan oleh kami, dapat menyebabkan investor menyesali konsentrasi 100% pada obligasi bahkan pada tingkat imbal hasil yang lebih menguntungkan.

Oleh karena itu, setelah diskusi singkat tentang pertimbangan utama ini, kami sekali lagi mengumumkan kebijakan kompromi dasar yang sama.

* Sejak 1997, ketika Treasury Inflation-Protected Securities (atau TIPS) diperkenalkan, saham tidak lagi menjadi pilihan yang secara otomatis unggul bagi investor yang mengharapkan inflasi meningkat. TIPS, tidak seperti obligasi lainnya, nilainya naik jika Indeks Harga Konsumen naik, secara efektif mengimunitasi investor agar tidak kehilangan uang setelah inflasi. Saham tidak memberikan jaminan seperti itu dan, pada

kenyataannya, merupakan lindung nilai yang relatif buruk terhadap tingkat inflasi yang tinggi. (Untuk lebih jelasnya, lihat komentar Bab 2.)

untuk investor defensif—yaitu bahwa setiap saat mereka memiliki bagian signifikan dari dana mereka dalam kepemilikan jenis obligasi dan bagian signifikan juga dalam ekuitas. Masih benar bahwa mereka dapat memilih antara mempertahankan pembagian 50-50 sederhana antara dua komponen atau rasio, tergantung pada penilaian mereka, bervariasi antara minimal 25% dan maksimal 75% dari keduanya. Kami akan memberikan pandangan kami yang lebih rinci tentang kebijakan alternatif ini di bab selanjutnya.

Karena saat ini pengembalian keseluruhan dari saham biasa hampir sama dengan dari obligasi, pengembalian yang diharapkan saat ini (termasuk pertumbuhan nilai saham) untuk investor akan berubah sedikit terlepas dari bagaimana ia membagi dananya antara dua komponen. Seperti yang dihitung di atas, pengembalian agregat dari kedua bagian harus sekitar 7,8% sebelum pajak atau 5,5% berdasarkan bebas pajak (atau diperkirakan dibayar pajak). Pengembalian pesanan ini jauh lebih tinggi daripada yang direalisasikan oleh investor konservatif tipikal selama sebagian besar masa lalu jangka panjang. Ini mungkin tidak tampak menarik dalam kaitannya dengan 14%, atau lebih, pengembalian yang ditunjukkan oleh saham biasa selama 20 tahun pasar yang didominasi bull setelah 1949. Tetapi harus diingat bahwa antara tahun 1949 dan 1969 harga DJIA telah naik lebih dari lima kali lipat sementara pendapatan dan dividennya naik sekitar dua kali lipat. Oleh karena itu, sebagian besar catatan pasar yang mengesankan untuk periode itu didasarkan pada perubahan sikap investor dan spekulasi daripada nilai-nilai perusahaan yang mendasarinya. Se jauh itu mungkin disebut "operasi bootstrap."

Dalam membahas portofolio saham biasa dari investor defensif, kita hanya membicarakan isu-isu utama dari jenis yang termasuk dalam 30 komponen Rata-Rata Industri Dow Jones. Kami telah melakukan ini untuk kenyamanan, dan bukan untuk menyiratkan bahwa ini

30 masalah saja cocok untuk dibeli olehnya. Sebenarnya, ada banyak perusahaan lain dengan kualitas yang sama atau unggul dari rata-rata daftar Dow Jones; ini akan mencakup sejumlah utilitas publik (yang memiliki rata-rata Dow Jones terpisah untuk mewakili mereka).* Tapi

* Saat ini, alternatif yang paling banyak tersedia untuk Dow Jones Industrial Average adalah indeks 500 saham Standard & Poor ("S&P") dan indeks Wilshire 5000. S&P berfokus pada 500 perusahaan besar dan

terkenal yang membentuk sekitar 70% dari total nilai pasar ekuitas AS. Wilshire 5000 mengikuti pengembalian hampir setiap signifikan, publik

poin utama di sini adalah bahwa hasil keseluruhan investor defensif tidak mungkin sangat berbeda dari satu daftar yang terdiversifikasi atau representatif daripada dari yang lain, atau — lebih tepatnya — bahwa baik dia maupun penasihatnya tidak dapat memprediksi dengan pasti perbedaan apa pun yang akan terjadi. akhirnya berkembang. Memang benar bahwa seni investasi yang terampil atau cerdas seharusnya terletak terutama pada pemilihan masalah yang akan memberikan hasil yang lebih baik daripada pasar umum. Untuk alasan yang akan dikembangkan di tempat lain, kami skeptis terhadap kemampuan investor defensif secara umum untuk mendapatkan hasil yang lebih baik daripada rata-rata — yang sebenarnya berarti mengalahkan kinerja mereka sendiri secara keseluruhan.* (Skeptisisme kami meluas ke pengelolaan dana besar oleh para ahli.)

Mari kita ilustrasikan poin kita dengan sebuah contoh yang pada awalnya mungkin tampak membuktikan sebaliknya. Antara Desember 1960 dan Desember 1970 DJIA naik dari 616 menjadi 839, atau 36%. Namun pada periode yang sama, indeks tertimbang Standard & Poor's yang jauh lebih besar dari 500 saham naik dari 58,11 menjadi 92,15, atau 58%. Jelas kelompok kedua telah membuktikan "pembelian" yang lebih baik daripada yang pertama. Tetapi siapa yang akan begitu gegabah memprediksi pada tahun 1960 bahwa apa yang tampak seperti bermacam-macam jenis saham biasa pasti akan mengungguli "tiga puluh tiran" aristokrat dari Dow? Semua ini membuktikan, kami bersikeras, bahwa jarang sekali seseorang dapat membuat prediksi yang dapat diandalkan tentang perubahan harga, absolut atau relatif.

Kami akan mengulangi di sini tanpa permintaan maaf — karena peringatan tidak dapat diberikan terlalu sering — bahwa investor tidak dapat berharap untuk hasil yang lebih baik daripada rata-rata dengan membeli penawaran baru, atau masalah "panas" dalam bentuk apa pun, yang berarti dengan demikian direkomendasikan untuk keuntungan cepat.† Sebaliknya hampir pasti benar dalam jangka panjang. Investor defensif harus membatasi dirinya pada saham perusahaan penting dengan catatan panjang operasi yang menguntungkan dan dalam kondisi keuangan yang kuat. (Setiap analisis keamanan yang sepadan dengan garamnya bisa membuat seperti itu

memperdagangkan saham di Amerika, sekitar 6.700; tetapi, karena perusahaan terbesar menyumbang sebagian besar dari total nilai indeks, pengembalian Wilshire 5000 biasanya sangat mirip dengan S & P 500. Beberapa reksa dana

mudah memungkinkan investor untuk memegang saham dalam indeks ini sebagai portofolio tunggal yang nyaman. (Lihat Bab 9.)

* Lihat hlm. 363–366 dan hlm. 376–380.

Untuk detail lebih lanjut, lihat Bab 6.

daftar.) Investor agresif dapat membeli jenis saham biasa lainnya, tetapi mereka harus memiliki dasar yang pasti menarik seperti yang ditetapkan oleh analisis cerdas.

Untuk mengakhiri bagian ini, mari kita sebutkan secara singkat tiga konsep atau praktik tambahan untuk investor defensif. Yang pertama adalah pembelian saham dana investasi yang mapan sebagai alternatif untuk membuat portofolio saham biasa sendiri. Dia mungkin juga menggunakan salah satu "dana perwalian umum," atau "dana campuran," yang dioperasikan oleh perusahaan perwalian dan bank di banyak negara bagian; atau, jika dananya besar, gunakan jasa firma penasihat investasi yang diakui. Ini akan memberinya administrasi profesional dari program investasinya di sepanjang garis standar. Yang ketiga adalah perangkat "rata-rata biaya dolar," yang berarti bahwa praktisi berinvestasi di saham biasa dengan jumlah dolar yang sama setiap bulan atau setiap kuartal. Dengan cara ini dia membeli lebih banyak saham saat pasar rendah daripada saat pasar tinggi, dan dia kemungkinan akan berakhir dengan harga keseluruhan yang memuaskan untuk semua kepemilikannya. Sebenarnya, metode ini merupakan aplikasi dari pendekatan yang lebih luas yang dikenal sebagai "investasi formula." Yang terakhir sudah disinggung dalam saran kami bahwa investor dapat memvariasikan kepemilikan saham biasa antara minimum 25% dan maksimum 75%, dalam hubungan terbalik dengan tindakan pasar. Ide-ide ini bermanfaat bagi investor defensif, dan mereka akan dibahas lebih banyak di bab-bab selanjutnya.* dalam hubungan terbalik dengan aksi pasar. Ide-ide ini bermanfaat bagi investor defensif, dan mereka akan dibahas lebih banyak di bab-bab selanjutnya.* dalam hubungan terbalik dengan aksi pasar. Ide-ide ini bermanfaat bagi investor defensif, dan mereka akan dibahas lebih banyak di bab-bab selanjutnya.*

Hasil yang Diharapkan oleh Investor Agresif

Pembeli keamanan kami yang giat, tentu saja, akan menginginkan dan berharap untuk mencapai hasil keseluruhan yang lebih baik daripada pendamping defensif atau pasifnya. Tetapi pertama-tama dia harus memastikan bahwa hasilnya tidak akan lebih buruk. Bukanlah trik yang sulit untuk membawa banyak energi, studi, dan kemampuan asli ke Wall Street dan berakhir dengan kerugian alih-alih keuntungan. Kebajikan ini, jika disalurkan ke arah yang salah, menjadi tidak dapat dibedakan dari cacat. Oleh karena itu, sangat penting bahwa investor yang giat memulai dengan konsepsi yang jelas tentang

* Untuk saran lebih lanjut tentang "dana investasi yang mapan," lihat Bab 9. "Administrasi profesional" oleh "perusahaan penasihat investasi yang diakui" dibahas di Bab 10. "Rata-rata biaya dolar" dijelaskan di Bab 5.

tindakan mana yang menawarkan peluang sukses yang masuk akal dan mana yang tidak.

Pertama mari kita pertimbangkan beberapa cara di mana investor dan spekulan umumnya telah berusaha untuk mendapatkan hasil yang lebih baik daripada rata-rata. Ini termasuk:

1. Berdagang di pasar. Ini biasanya berarti membeli saham ketika pasar telah maju dan menjualnya setelah turun. Saham-saham yang dipilih kemungkinan besar termasuk yang "berperilaku" lebih baik dari rata-rata pasar. Sejumlah kecil profesional sering terlibat dalam short selling. Di sini mereka akan menjual isu-isu yang bukan milik mereka tetapi meminjam melalui mekanisme bursa efek yang sudah mapan. Tujuan mereka adalah untuk mendapatkan keuntungan dari penurunan harga selanjutnya dari masalah ini, dengan membelinya kembali dengan harga yang lebih rendah daripada yang mereka jual. (Seperti yang ditunjukkan oleh kutipan kami dari Wall Street Journal di halaman 19, bahkan "investor kecil" — menghilangkan istilah itu! — kadang-kadang mencoba tangan mereka yang tidak terampil dalam short selling.)

2. Selektivitas jangka pendek. Ini berarti membeli saham perusahaan yang melaporkan atau diharapkan melaporkan peningkatan pendapatan, atau yang diantisipasi dengan perkembangan yang menguntungkan.

3. Selektivitas jangka panjang. Di sini penekanan biasanya adalah pada catatan yang sangat baik dari pertumbuhan masa lalu, yang dianggap akan berlanjut di masa depan. Dalam beberapa kasus juga "investor" dapat memilih perusahaan yang belum menunjukkan hasil yang mengesankan, tetapi diharapkan untuk membangun kekuatan pendapatan yang tinggi di kemudian hari. (Perusahaan seperti itu sering berada di beberapa bidang teknologi — misalnya, komputer, obat-obatan, elektronik — dan mereka sering mengembangkan proses atau produk baru yang dianggap sangat menjanjikan.)

Kami telah menyatakan pandangan negatif tentang peluang keberhasilan investor secara keseluruhan di bidang kegiatan ini. Yang pertama telah kami singkirkan, baik atas dasar teoretis maupun realistik, dari bidang investasi. Perdagangan saham bukanlah operasi "yang berdasarkan analisis menyeluruh, menawarkan keamanan pokok dan pengembalian yang memuaskan." Lebih banyak akan dikatakan tentang perdagangan saham di bab selanjutnya.*

* Lihat Bab 8.

Dalam usahanya untuk memilih saham-saham yang paling menjanjikan baik untuk jangka pendek atau masa depan yang lebih panjang, investor menghadapi dua macam hambatan—yang pertama berasal dari kesalahan manusia dan yang kedua dari sifat persaingannya. Dia mungkin salah dalam memperkirakan masa depan; atau bahkan jika dia benar, harga pasar saat ini mungkin sudah sepenuhnya mencerminkan apa yang dia antisipasi. Di bidang selektivitas jangka pendek, hasil tahun berjalan perusahaan umumnya merupakan milik bersama di Wall Street; hasil tahun depan, sejauh dapat diprediksi, sudah dipertimbangkan dengan cermat. Oleh karena itu, investor yang memilih masalah terutama berdasarkan hasil superior tahun ini, atau berdasarkan apa yang dia katakan mungkin dia harapkan untuk tahun depan, kemungkinan besar akan menemukan bahwa orang lain telah melakukan hal yang sama untuk alasan yang sama.

Dalam memilih saham untuk prospek jangka panjangnya, handicap investor pada dasarnya sama. Kemungkinan kesalahan langsung dalam prediksi—yang kami ilustrasikan dengan contoh maskapai kami di hal. 6—tidak diragukan lagi lebih besar daripada ketika berhadapan dengan pendapatan jangka pendek. Karena para ahli sering tersesat dalam ramalan seperti itu, secara teoritis mungkin bagi investor untuk mendapatkan keuntungan besar dengan membuat prediksi yang benar ketika Wall Street secara keseluruhan membuat prediksi yang salah. Tapi itu hanya teoritis. Berapa banyak investor giat yang dapat mengandalkan kecerdasan atau karunia kenabian untuk mengalahkan analis profesional dalam permainan favorit mereka dalam memperkirakan pendapatan masa depan jangka panjang?

Dengan demikian kita dituntun pada kesimpulan logis berikut yang membingungkan: Untuk menikmati peluang yang masuk akal untuk melanjutkan hasil yang lebih baik daripada rata-rata, investor harus mengikuti kebijakan yang (1) secara inheren sehat dan menjanjikan, dan (2) tidak populer di Wall Street.

Apakah ada kebijakan seperti itu yang tersedia untuk investor yang giat? Secara teori sekali lagi, jawabannya seharusnya ya; dan ada alasan luas untuk berpikir bahwa jawabannya harus afirmatif dalam praktik juga. Semua orang tahu bahwa pergerakan saham spekulatif dilakukan terlalu jauh di kedua arah, sering kali di pasar umum dan setiap saat setidaknya dalam beberapa masalah individu. Selain itu, saham biasa mungkin dinilai terlalu rendah karena kurangnya minat atau prasangka populer yang tidak dapat dibenarkan. Kita dapat

melangkah lebih jauh dan menegaskan bahwa dalam proporsi yang luar biasa besar dari perdagangan saham biasa, mereka yang terlibat di dalamnya tampaknya tidak mengetahui—dalam istilah yang sopan—satu bagian dari anatomi mereka dari bagian lainnya. Dalam buku ini kami akan menunjukkan banyak contoh dis-

kesenjangan antara harga dan nilai. Jadi tampaknya setiap orang cerdas, dengan kepala yang baik untuk tokoh, harus benar-benar piknik di Wall Street, melawan kebodohan orang lain. Jadi sepertinya, tapi entah bagaimana itu tidak berhasil begitu saja. Membeli masalah yang diabaikan dan karena itu diremehkan untuk keuntungan umumnya membuktikan pengalaman yang berlarut-larut dan menguji kesabaran. Dan menjual pendek masalah yang terlalu populer dan karena itu dinilai terlalu tinggi cenderung menjadi ujian tidak hanya keberanian dan stamina seseorang tetapi juga kedalaman dompet seseorang.* Prinsipnya masuk akal, penerapannya yang sukses bukan tidak mungkin, tetapi jelas tidak seni yang mudah dikuasai.

Ada juga kelompok "situasi khusus" yang cukup luas, yang selama bertahun-tahun dapat diandalkan untuk menghasilkan pengembalian tahunan yang bagus sebesar 20% atau lebih baik, dengan risiko keseluruhan minimum bagi mereka yang mengetahui jalan mereka di bidang ini. Mereka termasuk arbitrase antar keamanan, pembayaran atau latihan dalam likuidasi, lindung nilai yang dilindungi dari jenis tertentu. Kasus yang paling umum adalah proyeksi merger atau akuisisi yang menawarkan nilai yang jauh lebih tinggi untuk saham tertentu daripada harganya pada tanggal pengumuman. Jumlah kesepakatan semacam itu meningkat pesat dalam beberapa tahun terakhir, dan itu seharusnya menjadi periode yang sangat menguntungkan bagi cognoscenti. Tetapi dengan berlipat gandanya pengumuman merger, muncul pula berbagai hambatan untuk merger dan kesepakatan yang tidak berhasil; beberapa kerugian individu dengan demikian direalisasikan dalam operasi yang dulu dapat diandalkan ini. Mungkin juga, tingkat keuntungan keseluruhan berkurang karena terlalu banyak persaingan.

* Dalam "menjual short" (atau "shorting") sebuah saham, Anda bertaruh bahwa harga sahamnya akan turun, bukan naik. Shorting adalah proses tiga langkah: Pertama, Anda meminjam saham dari seseorang yang memilikinya; maka Anda segera menjual saham yang dipinjam; akhirnya, Anda menggantinya dengan saham yang Anda beli nanti. Jika saham turun, Anda akan dapat membeli saham pengganti dengan harga lebih rendah. Selisih antara harga saat Anda menjual saham pinjaman Anda dan harga yang Anda bayarkan untuk saham pengganti adalah laba kotor Anda (dikurangi dengan biaya dividen atau bunga, bersama dengan biaya perantara). Namun, jika harga saham naik bukannya turun, potensi kerugian Anda tidak terbatas—

membuat penjualan singkat menjadi spekulatif yang tidak dapat diterima bagi sebagian besar investor individu.

Pada akhir 1980-an, ketika pengambilalihan perusahaan yang bermusuhan dan pembelian dengan leverage berlipat ganda, Wall Street mendirikan meja arbitrase institusional untuk mendapat untung dari setiap

Profitabilitas yang berkurang dari situasi khusus ini muncul sebagai salah satu manifestasi dari semacam proses penghancuran diri—mirip dengan hukum hasil yang semakin berkurang—yang telah berkembang selama masa buku ini. Pada tahun 1949, kami dapat menyajikan studi tentang fluktuasi pasar saham selama 75 tahun sebelumnya, yang mendukung formula—berdasarkan pendapatan dan suku bunga saat ini—untuk menentukan tingkat pembelian DJIA di bawah “pusat” atau “intrinsiknya”. nilai, dan untuk menjual di atas nilai tersebut. Itu adalah penerapan pepatah yang mengatur Rothschild: “Beli murah dan jual mahal.”* Dan itu memiliki keuntungan jika bertentangan langsung dengan pepatah Wall Street yang mendarah daging dan merusak bahwa saham harus dibeli karena sudah habis. naik dan dijual karena sudah turun. Sayangnya, setelah tahun 1949 formula ini tidak lagi bekerja. 1897–1933 dan kinerjanya yang jauh lebih dipertanyakan sejak 1934.

Contoh ketiga dan terakhir dari peluang emas bukan baru-baru ini tersedia: Bagian yang baik dari operasi kami sendiri di Wall Street telah terkonsentrasi pada pembelian masalah tawar-menawar dengan mudah. diidentifikasi seperti itu oleh fakta bahwa mereka menjual kurang dari bagian mereka dalam aset lancar bersih (modal kerja) saja, bukan menghitung akun pabrik dan aset lainnya, dan setelah dikurangi semua kewajiban di depan saham. Jelas bahwa masalah ini menjual dengan harga jauh di bawah nilai perusahaan sebagai bisnis swasta. ness. Tidak ada pemilik atau pemegang mayoritas yang akan berpikir untuk menjual apa dia memiliki angka yang sangat rendah. Anehnya, seperti

kesalahan dalam menentukan harga kesepakatan yang rumit ini. Mereka menjadi begitu baik sehingga keuntungan mudah menghilang dan banyak dari meja ini telah ditutup. Meskipun Graham membahasnya lagi (lihat hlm. 174–175), perdagangan semacam ini tidak lagi layak atau sesuai bagi kebanyakan orang, karena hanya perdagangan jutaan dolar yang cukup besar untuk menghasilkan keuntungan yang berharga. Individu dan institusi kaya dapat memanfaatkan

strategi ini melalui dana lindung nilai yang berspesialisasi dalam arbitrase merger atau "acara".

* Keluarga Rothschild, dipimpin oleh Nathan Mayer Rothschild, adalah kekuatan dominan dalam perbankan investasi dan pialang Eropa pada abad kesembilan belas. Untuk sejarah yang cemerlang, lihat Niall Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798–1848* (Viking, 1998).

anomali tidak sulit ditemukan. Pada tahun 1957 sebuah daftar diterbitkan yang menunjukkan hampir 200 edisi jenis ini yang tersedia di pasar. Dalam berbagai cara praktis semua masalah tawar-menawar ini ternyata menguntungkan, dan hasil tahunan rata-rata terbukti jauh lebih menguntungkan daripada kebanyakan investasi lainnya. Tetapi mereka juga hampir menghilang dari pasar saham pada dekade berikutnya, dan bersama mereka menjadi area yang dapat diandalkan untuk operasi yang cerdas dan sukses oleh investor yang giat. Namun, pada harga rendah tahun 1970 muncul lagi sejumlah besar masalah "modal sub-kerja" seperti itu, dan meskipun pasar pulih dengan kuat, cukup banyak dari mereka yang tersisa pada akhir tahun untuk memenuhi portofolio berukuran

Investor giat dalam kondisi saat ini masih memiliki berbagai kemungkinan untuk mencapai hasil yang lebih baik dari rata-rata. Daftar besar sekuritas yang dapat dipasarkan harus mencakup jumlah yang wajar yang dapat diidentifikasi sebagai undervalued oleh standar yang logis dan dapat diandalkan. Ini akan menghasilkan hasil yang lebih memuaskan secara rata-rata daripada DJIA atau daftar perwakilan serupa lainnya. Dalam pandangan kami, pencarian untuk ini tidak akan sebanding dengan usaha investor kecuali dia berharap untuk menambahkan, katakanlah, 5% sebelum pajak ke pengembalian tahunan rata-rata dari bagian saham dari portofolionya. Kami akan mencoba mengembangkan satu atau lebih pendekatan seperti itu untuk pemilihan saham untuk digunakan oleh investor aktif.

KOMENTAR PADA BAB 1

Semua ketidakbahagiaan manusia berasal dari satu hal: tidak tahu bagaimana tetap tenang di sebuah ruangan.

—*Blaise Pascal*

W Menurut Anda, apakah para pialang di lantai Bursa Efek New York selalu bersorak mendengar bunyi bel penutupan—tidak peduli apa yang dilakukan pasar hari itu? Karena setiap kali Anda berdagang, mereka menghasilkan uang—apakah Anda melakukannya atau tidak. Dengan berspekulasi alih-alih berinvestasi, Anda menurunkan peluang Anda sendiri untuk membangun kekayaan dan meningkatkan kekayaan orang lain.

Definisi Graham tentang investasi tidak bisa lebih jelas lagi: “Operasi investasi adalah operasi yang, setelah dianalisis secara menyeluruh, menjanjikan keamanan pokok dan pengembalian yang memadai.”¹ Perhatikan bahwa investasi, menurut Graham, terdiri dari tiga elemen yang sama:

- Anda harus menganalisis secara menyeluruh sebuah perusahaan, dan kesehatan bisnis yang mendasarinya, sebelum Anda membeli sahamnya;
- Anda harus dengan sengaja melindungi diri Anda dari kerugian serius;
- Anda harus mencita-citakan kinerja yang “memadai”, bukan luar biasa.

¹Graham bahkan melangkah lebih jauh, menyempurnakan setiap istilah kunci dalam definisinya: “analisis menyeluruh” berarti “studi fakta berdasarkan standar keselamatan dan nilai yang ditetapkan” sementara “keselamatan prinsipal” berarti “perlindungan terhadap kerugian di bawah semua kondisi atau variasi yang normal atau wajar” dan pengembalian “memadai” (atau “memuaskan”) mengacu pada “setiap tingkat atau jumlah pengembalian, betapapun rendahnya, yang bersedia diterima oleh investor, asalkan dia bertindak dengan kecerdasan yang masuk akal.” (Analisis Keamanan, 1934 ed., hlm. 55–56).

Seorang investor menghitung nilai saham, berdasarkan nilai bisnisnya. Seorang spekulan bertaruh bahwa harga saham akan naik karena orang lain akan membayar lebih untuk itu. Seperti yang pernah dikatakan Graham, investor menilai "harga pasar dengan standar nilai yang ditetapkan", sementara spekulan "mendasarkan standar nilai [mereka] pada harga pasar."² Bagi seorang spekulan, aliran harga saham yang tak henti-hentinya seperti oksigen; potong dan dia mati. Bagi seorang investor, apa yang disebut Graham sebagai nilai "kutipan" tidak terlalu penting. Graham mendorong Anda untuk berinvestasi hanya jika Anda merasa nyaman memiliki saham bahkan jika Anda tidak tahu harga saham hariannya.³

Seperi perjudian kasino atau bertaruh pada kuda, berspekulasi di pasar bisa menyenangkan atau bahkan bermanfaat (jika Anda beruntung). Tapi itu cara terburuk yang bisa dibayangkan untuk membangun kekayaan Anda. Itu karena Wall Street, seperti Las Vegas atau arena pacuan kuda, telah mengkalibrasi peluang sehingga rumah selalu menang, pada akhirnya, melawan semua orang yang mencoba mengalahkan rumah di permainan spekulatifnya sendiri.

Di sisi lain, berinvestasi adalah jenis kasino yang unik — kasino di mana Anda tidak bisa kalah pada akhirnya, selama Anda bermain hanya dengan aturan yang menempatkan peluang menguntungkan Anda. Orang yang berinvestasi menghasilkan uang untuk diri mereka sendiri; orang yang berspekulasi menghasilkan uang untuk broker mereka. Dan itulah, pada gilirannya, mengapa Wall Street terus-menerus meremehkan manfaat investasi yang tahan lama dan meningkatkan daya tarik spekulasi yang mencolok.

UN SAFE ATHIGHS PE ED

Membingungkan spekulasi dengan investasi, Graham memperingatkan, selalu merupakan kesalahan. Pada 1990-an, kebingungan itu menyebabkan kehancuran massal. Hampir semua orang, tampaknya, kehabisan kesabaran sekaligus, dan Amerika menjadi Negara Spekulasi, dihuni oleh para pedagang yang pergi menembak dari satu stok ke stok lainnya seperti belalang yang berputar-putar di ladang jerami bulan Agustus.

Orang-orang mulai percaya bahwa pengujian teknik investasi hanyalah apakah teknik itu "berhasil". Jika mereka mengalahkan pasar atas apapun

²*Analisis Keamanan*, 1934 ed.,
hal. 310.

³Seperti yang disarankan Graham dalam sebuah wawancara, "Tanyakan pada diri sendiri: Jika tidak ada pasar untuk saham ini, apakah saya bersedia berinvestasi di perusahaan ini dengan persyaratan ini?" (Forbes, 1 Januari 1972, hal. 90.)

periode, tidak peduli seberapa berbahaya atau bodohnya taktik mereka, orang-orang membual bahwa mereka "benar". Tetapi investor yang cerdas tidak tertarik untuk menjadi benar sementara. Untuk mencapai tujuan keuangan jangka panjang Anda, Anda harus benar secara berkelanjutan dan andal. Teknik-teknik yang menjadi sangat trendi pada 1990-an—perdagangan harian, mengabaikan diversifikasi, membalik reksa dana panas, mengikuti "sistem" pemilihan saham—tampaknya berhasil. Tetapi mereka tidak memiliki peluang untuk menang dalam jangka panjang, karena mereka gagal memenuhi ketiga kriteria Graham untuk berinvestasi.

Untuk melihat mengapa pengembalian tinggi sementara tidak membuktikan apa-apa, bayangkan bahwa dua tempat terpisah 130 mil. Jika saya mengamati batas kecepatan 65 mph, saya dapat menempuh jarak itu dalam dua jam. Tapi jika saya mengemudi 130 mph, saya bisa sampai di sana dalam satu jam. Jika saya mencoba ini dan bertahan, apakah saya "benar"? Haruskah Anda tergoda untuk mencobanya juga, karena Anda mendengar saya membual bahwa itu "berhasil"? Gimmick mencolok untuk mengalahkan pasar hampir sama: Dalam garis-garis pendek, selama keberuntungan Anda bertahan, itu berhasil. Seiring waktu, mereka akan membuat Anda terbunuh.

Pada tahun 1973, ketika Graham terakhir merevisi *The Intelligent Investor*, tingkat turnover tahunan di New York Stock Exchange adalah 20%, yang berarti bahwa pemegang saham biasa memegang saham selama lima tahun sebelum menjualnya. Pada tahun 2002, tingkat turnover telah mencapai 105%—periode penahanan hanya 11,4 bulan. Kembali pada tahun 1973, reksa dana rata-rata memegang saham selama hampir tiga tahun; pada tahun 2002, periode kepemilikan itu menyusut menjadi hanya 10,9 bulan. Seolah-olah manajer reksa dana mempelajari saham mereka cukup lama untuk mengetahui bahwa mereka seharusnya tidak membelinya sejak awal, lalu segera membuangnya dan memulai dari awal.

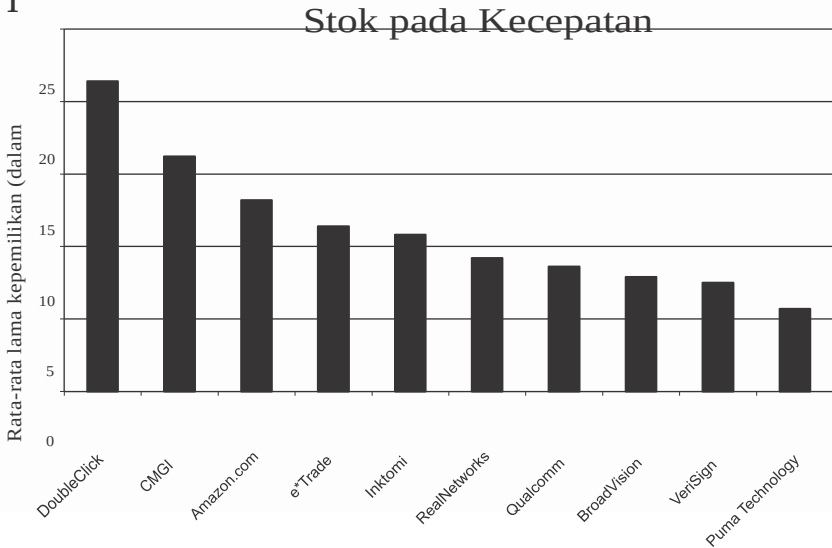
Bahkan perusahaan pengelola uang yang paling dihormati pun gelisah. Pada awal 1995, Jeffrey Vinik, manajer Fidelity Magellan (saat itu reksa dana terbesar di dunia), memiliki 42,5% asetnya di saham teknologi. Vinik menyatakan bahwa sebagian besar pemegang sahamnya "telah berinvestasi dalam dana untuk tujuan yang masih bertahun-tahun lagi. . . . Saya pikir tujuan mereka sama dengan saya, dan mereka percaya, seperti saya, bahwa pendekatan jangka panjang adalah yang terbaik." Tetapi enam bulan setelah dia menulis kata-kata yang penuh semangat itu, Vinik menjual hampir semua saham teknologinya, membongkar hampir

Nilai \$19 miliar dalam delapan minggu hiruk pikuk. Begitu banyak untuk "jangka panjang"! Dan pada tahun 1999, divisi pialang diskon Fidelity mendorong kliennya untuk berdagang di mana saja, kapan saja, menggunakan komputer genggam

Palm—yang sangat selaras dengan slogan baru perusahaan, "Setiap detik berarti."

GAMBAR 1-

1



Dan di bursa NASDAQ, turnover mencapai kecepatan warp, seperti yang ditunjukkan Gambar 1-1.⁴

Pada 1999, saham Puma Technology, misalnya, berpindah tangan rata-rata sekali setiap 5,7 hari. Terlepas dari moto agung NASDAQ—“Pasar Saham untuk Seratus Tahun Kedepan”—banyak pelanggannya hampir tidak dapat mempertahankan stok selama seratus jam.

THE FINANCIAL VIDEO GAME

Wall Street membuat perdagangan online terdengar seperti cara instan untuk menghasilkan uang: Discover Brokerage, cabang online dari perusahaan terhormat

⁴Sumber: Laporan penelitian Steve Galbraith, Sanford C. Bernstein & Co, 10 Januari 2000. Saham-saham dalam tabel ini memiliki rata-rata return 1196,4% pada tahun 1999. Mereka kehilangan rata-rata 79,1% pada tahun 2000, 35,5% pada tahun 2001, dan 44,5%

pada tahun 2002—menghancurkan semua keuntungan tahun 1999, dan kemudian beberapa.

Morgan Stanley, menjalankan iklan TV di mana seorang pengemudi truk derek yang berantakan menjemput seorang eksekutif yang tampak kaya. Melihat foto pantai tropis yang dipasang di dasbor, eksekutif itu bertanya, "Liburan?" "Sebenarnya," jawab pengemudi, "itu rumah saya." Terkejut, setelan itu berkata, "Sepertinya sebuah pulau." Dengan kemenangan yang tenang, pengemudi menjawab, "Secara teknis, ini adalah sebuah negara."

Propaganda berjalan lebih jauh. Perdagangan online tidak akan memakan waktu dan tidak memerlukan pemikiran. Sebuah iklan televisi dari Ameritrade, broker online, menunjukkan dua ibu rumah tangga baru saja kembali dari jogging; seseorang masuk ke komputernya, mengklik mouse beberapa kali, dan bersorak-sorai, "Saya pikir saya baru saja menghasilkan sekitar \$ 1.700!" Dalam iklan TV untuk perusahaan pialang Waterhouse, seseorang bertanya kepada pelatih bola basket Phil Jackson, "Anda tahu sesuatu tentang perdagangan itu?" Jawabannya: "Saya akan berhasil sekarang." (Berapa banyak pertandingan yang akan dimenangkan tim NBA Jackson jika dia membawa filosofi itu ke tepi lapangan? Entah bagaimana, tidak tahu apa-apa tentang tim lain, tetapi mengatakan, "Saya siap memainkannya sekarang," tidak terdengar seperti formula kejuaraan.)

Pada tahun 1999 setidaknya enam juta orang melakukan perdagangan online—dan kira-kira sepersepuluh dari mereka adalah "perdagangan harian", menggunakan Internet untuk membeli dan menjual saham dengan kecepatan kilat. Semua orang mulai dari diva showbiz Barbra Streisand hingga Nicholas Birbas, seorang mantan pelayan berusia 25 tahun di Queens, New York, melemparkan barang-barang seperti bara api. "Sebelumnya," ejek Birbas, "Saya berinvestasi untuk jangka panjang dan saya menemukan bahwa itu tidak cerdas." Sekarang, Birbas memperdagangkan saham hingga 10 kali sehari dan diharapkan menghasilkan \$100.000 dalam setahun. "Saya tidak tahan melihat warna merah di kolom untung-rugi saya," Streisand bergidik dalam sebuah wawancara dengan Fortune. "Saya Taurus si banteng, jadi saya bereaksi terhadap merah. Jika saya melihat warna merah, saya menjual saham saya dengan cepat."⁵

Dengan menuangkan data terus-menerus tentang saham ke bar dan toko pangkas rambut, dapur dan kafe, taksi dan halte truk, situs web keuangan dan TV keuangan mengubah pasar saham menjadi permainan video nasional tanpa henti. Masyarakat merasa lebih berpengetahuan tentang pasar daripada sebelumnya. Sayangnya, ketika orang tenggelam dalam data, pengetahuan tidak dapat ditemukan. Saham menjadi sepenuhnya decou-

⁵Alih-alih melihat bintang, Streisand seharusnya menyalurkan Graham. Investor yang cerdas tidak pernah membuang saham semata-mata karena harga sahamnya telah jatuh; dia selalu bertanya terlebih dahulu apakah nilai bisnis yang mendasari perusahaan telah berubah.

diminta dari perusahaan yang mengeluarkannya—abstraksi murni, hanya kerlip yang bergerak melintasi layar TV atau komputer. Jika blip bergerak ke atas, tidak ada lagi yang penting.

Pada 20 Desember 1999, Juno Online Services meluncurkan rencana bisnis perintis: kehilangan uang sebanyak mungkin, dengan sengaja. Juno mengumumkan bahwa untuk selanjutnya mereka akan menawarkan semua layanan ritelnya secara gratis—tanpa biaya untuk e-mail, tanpa biaya untuk akses Internet—dan akan menghabiskan jutaan dolar lebih banyak untuk iklan selama tahun depan. Pada deklarasi hara-kiri perusahaan ini, saham Juno meraung dari \$16,375 hingga \$66,75 dalam dua hari.⁶

Mengapa repot-repot mempelajari apakah suatu bisnis menguntungkan, atau barang atau jasa apa yang diproduksi perusahaan, atau siapa manajemennya, atau bahkan apa nama perusahaan itu? Yang perlu Anda ketahui tentang saham adalah kode menarik dari simbol ticker mereka: CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBNV.⁷ Dengan cara itu Anda dapat membelinya lebih cepat, tanpa penundaan dua detik untuk mencarinya di mesin pencari Internet. Pada akhir tahun 1998, saham perusahaan pemeliharaan gedung kecil yang jarang diperdagangkan, Temco Services, hampir tiga kali lipat dalam hitungan menit dengan volume rekor tertinggi. Mengapa? Dalam bentuk disleksia keuangan yang aneh, ribuan pedagang membeli Temco setelah salah mengira simbol ticker-nya, TMCO, dengan Ticketmaster Online (TMCS), seorang pecinta Internet yang sahamnya mulai diperdagangkan secara publik untuk pertama kalinya pada hari itu.⁸

Oscar Wilde bercanda bahwa seorang yang sinis “tahu harga segalanya, dan nilai apa-apa.” Di bawah definisi itu, pasar saham selalu sinis, tetapi pada akhir 1990-an itu akan mengejutkan Oscar sendiri. Satu pendapat setengah matang tentang harga dapat menggandakan saham perusahaan bahkan ketika nilainya sama sekali tidak teruji. Pada akhir tahun 1998, Henry Blodget, seorang analis di CIBC Oppenheimer, memperingatkan bahwa “seperti semua saham Internet, penilaian jelas lebih merupakan seni daripada sains.” Kemudian, hanya dengan mengutip kemungkinan pertumbuhan di masa depan, dia menaikkan “target harga”-nya pada

⁶Hanya 12 bulan kemudian, saham Juno menyusut menjadi \$ 1,093.

⁷Simbol ticker adalah singkatan, biasanya satu sampai empat huruf, dari nama perusahaan yang digunakan sebagai singkatan untuk mengidentifikasi saham untuk tujuan perdagangan.

⁸Ini bukan insiden yang terisolasi; pada setidaknya tiga kesempatan lain di akhir 1990-an, pedagang harian mengirim saham yang salah melonjak ketika mereka mengira simbol tickernya sebagai perusahaan Internet yang baru dicetak.

Amazon.com dari \$150 menjadi \$400 dalam satu gerakan. Amazon.com melonjak 19% hari itu dan—terlepas dari protes Blodget bahwa target harganya adalah perkiraan satu tahun—melonjak melewati \$400 hanya dalam tiga minggu. Setahun kemudian, analis PaineWebber Walter Piecyk memperkirakan bahwa saham Qualcomm akan mencapai \$1.000 per saham selama 12 bulan ke depan. Saham—sudah naik 1,842% tahun itu—melonjak 31% lagi hari itu, memukul \$659 per saham.⁹

DARI OM F ATAU MU LA KE FIAS CO

Tetapi berdagang seolah-olah celana dalam Anda terbakar bukanlah satu-satunya bentuk spekulasi. Sepanjang dekade terakhir ini, satu formula spekulatif demi satu dipromosikan, dipopulerkan, dan kemudian dibuang. Semuanya memiliki beberapa ciri—Ini cepat! Ini mudah! Dan itu tidak akan merugikan sedikit pun!—dan semuanya melanggar setidaknya salah satu perbedaan Graham antara berinvestasi dan berspekulasi. Berikut adalah beberapa formula trendi yang gagal:

- Uang tunai di kalender. “Efek Januari”—kecenderungan saham-saham kecil untuk menghasilkan keuntungan besar di sekitar pergantian tahun—dipromosikan secara luas dalam artikel-artikel ilmiah dan buku-buku populer yang diterbitkan pada 1980-an. Studi-studi ini menunjukkan bahwa jika Anda menumpuk saham kecil di paruh kedua Desember dan menahannya hingga Januari, Anda akan mengalahkan pasar dengan lima hingga 10 poin persentase. Itu membuat banyak ahli kagum. Lagi pula, jika semudah ini, pasti semua orang akan mendengarnya, banyak orang akan melakukannya, dan kesempatan itu akan sirna.

Apakah yang menyebabkan kejutan Januari? Pertama-tama, banyak investor menjual saham mereka yang paling buruk di akhir tahun untuk mengunci kerugian yang dapat memotong tagihan pajak mereka. Kedua, manajer keuangan profesional menjadi lebih berhati-hati saat tahun akan berakhir, berusaha untuk mempertahankan kinerja mereka yang lebih baik (atau meminimalkan kinerja mereka yang kurang baik). Itu membuat mereka enggan membeli (atau bahkan bertahan) saham yang jatuh. Dan jika saham yang

berkinerja buruk juga kecil dan tidak jelas, manajer keuangan akan semakin tidak bersemangat untuk menunjukkannya di akhir tahun.

⁹Pada tahun 2000 dan 2001, Amazon.com dan Qualcomm kehilangan total kumulatif dari 85,8% dan 71,3% dari nilainya, masing-masing.

daftar kepemilikan. Semua faktor ini mengubah stok kecil menjadi tawar-menawar sesaat; ketika penjualan yang didorong oleh pajak berhenti pada bulan Januari, mereka biasanya bangkit kembali, menghasilkan keuntungan yang kuat dan cepat.

Efek Januari belum hilang, tetapi telah melemah. Menurut profesor keuangan William Schwert dari University of Rochester, jika Anda telah membeli saham kecil pada akhir Desember dan menjualnya pada awal Januari, Anda akan mengalahkan pasar sebesar 8,5 poin persentase dari tahun 1962 hingga 1979, sebesar 4,4 poin dari 1980 hingga 1989, dan 5,8 poin dari 1990 hingga 2001.¹⁰

Karena semakin banyak orang belajar tentang efek Januari, semakin banyak pedagang membeli saham kecil di bulan Desember, membuat mereka lebih murah dan dengan demikian mengurangi pengembalian mereka. Selain itu, efek Januari adalah yang terbesar di antara saham-saham terkecil—tetapi menurut Plexus Group, otoritas terkemuka pada biaya perantara, total biaya untuk membeli dan menjual saham kecil seperti itu dapat mencapai 8% dari investasi Anda.¹¹Sayangnya, pada saat Anda selesai membayar broker Anda, semua keuntungan Anda pada efek Januari akan mencair.

- Lakukan saja "apa yang berhasil." Pada tahun 1996, seorang manajer uang tidak dikenal bernama James O'Shaughnessy menerbitkan sebuah buku berjudul *Apa yang Bekerja di Wall Street*. Di dalamnya, ia berpendapat bahwa "investor dapat melakukan jauh lebih baik daripada pasar." O'Shaughnessy membuat klaim yang menakutkan: Dari tahun 1954 hingga 1994, Anda dapat mengubah \$10.000 menjadi \$8.074.504, mengalahkan pasar lebih dari 10 kali lipat—pengembalian tahunan rata-rata 18,2% yang menjulang tinggi. Bagaimana? Dengan membeli sekeranjang 50 saham dengan pengembalian satu tahun tertinggi, kenaikan pendapatan lima tahun berturut-turut, dan harga saham kurang dari 1,5 kali pendapatan perusahaan mereka.¹²Seolah-olah dia adalah Edison dari Wall Street, O'Shaughnessy memperoleh Paten AS No. 5.978.778 untuk "strategi otomatisnya" dan meluncurkan kelompok empat reksa dana berdasarkan temuannya. Pada akhir 1999, dana tersebut telah menyedot lebih dari \$175 juta dari publik—dan, dalam surat tahunannya kepada para pemegang saham, O'Shaughnessy menyatakan dengan megah: "Seperti biasa, saya harap

¹⁰Schwert membahas temuan ini dalam makalah penelitian yang brilian, "Anomali dan"

Efisiensi Pasar", tersedia di <http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm>.

¹¹Lihat Komentar Grup Plexus 54, "Gunung Es Resmi Transaksi Biaya," Januari 1998, di www.plexusgroup.com/fs_research.html.

¹²James O'Shaughnessy, *Apa yang Berhasil di Wall Street* (McGraw-Hill, 1996), hlm. xvi, 273–295.

bahwa bersama-sama, kita dapat mencapai tujuan jangka panjang kita dengan tetap berada di jalur dan tetap berpegang pada strategi investasi yang telah teruji waktu.”

Tapi "apa yang berhasil di Wall Street" berhenti bekerja tepat setelah O'Shaughnessy mempublikasikannya. Seperti yang ditunjukkan Gambar 1-2, dua dari dananya berbau sangat buruk sehingga ditutup pada awal tahun 2000, dan

GAMBAR 1-2

Apa yang Digunakan untuk Bekerja di Wall Street. . .

\$250

\$200

\$150

\$100

\$50

\$0

	O'Shaughnessy Cornerstone
—	Pertumbuhan O'Shaughnessy
	Cornerstone Value O'Shaughnessy
	Pertumbuhan Agresif O'Shaughnessy

Aniing dari Pasar Indeks saham 500

Sumber: Morningstar, Inc.

pasar saham secara keseluruhan (yang diukur dengan indeks S&P 500) menerjang setiap dana O'Shaughnessy hampir tanpa henti selama hampir empat tahun berturut-turut.

Pada bulan Juni 2000, O'Shaughnessy bergerak lebih dekat ke "tujuan jangka panjangnya" dengan menyerahkan dana kepada manajer baru, meninggalkan pelanggannya untuk berjuang sendiri dengan "strategi investasi yang telah teruji waktu".¹³ Para pemegang saham O'Shaughnessy mungkin tidak terlalu kecewa jika dia memberikan judul yang lebih tepat untuk bukunya—misalnya, *Apa yang Digunakan untuk Bekerja di Wall Street . . . Sampai Saya Menulis Buku Ini*.

- Ikuti "Empat Bodoh." Pada pertengahan 1990-an, situs web Motley Fool (dan beberapa buku) memanfaatkan teknik yang disebut "Empat Bodoh". Menurut Motley Fool, Anda akan "menghancurkan rata-rata pasar selama 25 tahun terakhir" dan dapat "menghancurkan reksa dana Anda" dengan menghabiskan "hanya 15 menit setahun" untuk merencanakan investasi Anda. Yang terbaik dari semuanya, teknik ini memiliki "risiko minimal". Yang perlu Anda lakukan adalah ini:

1. Ambil lima saham di Dow Jones Industrial Average dengan harga saham terendah dan hasil dividen tertinggi.
2. Buang yang memiliki harga terendah.
3. Taruh 40% uang Anda di saham dengan harga terendah kedua.
4. Taruh 20% di masing-masing dari tiga saham yang tersisa.
5. Satu tahun kemudian, urutkan Dow dengan cara yang sama dan setel ulang portofolio sesuai dengan langkah 1 hingga 4.
6. Ulangi sampai kaya.

Selama periode 25 tahun, Motley Fool mengklaim, teknik ini akan mengalahkan pasar dengan persentase 10,1 persen yang luar biasa.

¹³Dalam ironi yang luar biasa, dua dana O'Shaughnessy yang masih hidup (sekarang dikenal sebagai dana Hennessy) mulai berkinerja cukup baik tepat ketika O'Shaughnessy mengumumkan bahwa ia menyerahkan manajemen ke perusahaan lain. Para pemegang saham reksa dana itu sangat marah. Di ruang obrolan di www.morningstar.com, satu marah: "Saya kira 'jangka panjang' untuk O'S adalah 3 tahun."

. . . Aku merasakan sakitmu. Saya juga percaya pada metode O'S. . . . Saya telah memberi tahu beberapa teman dan kerabat tentang dana ini, dan sekarang saya senang mereka tidak bertindak atas saran saya.”

poin setiap tahun. Selama dua dekade berikutnya, mereka menyarankan, \$20,000 yang diinvestasikan di The Foolish Four seharusnya berkembang menjadi

\$1.791.000. (Dan, mereka mengklaim, Anda masih bisa melakukan yang lebih baik lagi dengan memilih lima saham Dow dengan rasio hasil dividen tertinggi terhadap akar kuadrat dari harga saham, menjatuhkan satu yang mendapat skor tertinggi, dan membeli empat berikutnya.)

Mari kita pertimbangkan apakah "strategi" ini dapat memenuhi definisi Graham tentang investasi:

- "Analisis menyeluruh" macam apa yang dapat membenarkan membuang saham dengan satu harga dan dividen yang paling menarik—tetapi mempertahankan empat yang mendapat skor lebih rendah untuk kualitas yang diinginkan itu?
- Bagaimana menempatkan 40% dari uang Anda ke dalam satu saham saja bisa menjadi "risiko minimal"?
- Dan bagaimana portofolio hanya empat saham dapat cukup terdiversifikasi untuk memberikan "keamanan pokok"?

The Foolish Four, singkatnya, adalah salah satu formula pemetik saham paling cockamamie yang pernah dibuat. The Fools membuat kesalahan yang sama seperti O'Shaughnessy: Jika Anda melihat sejumlah besar data cukup lama, sejumlah besar pola akan muncul—jika hanya secara kebetulan. Dengan keberuntungan acak saja, perusahaan yang menghasilkan pengembalian saham di atas rata-rata akan memiliki banyak kesamaan. Tetapi kecuali faktor-faktor tersebut menyebabkan saham mengungguli, mereka tidak dapat digunakan untuk memprediksi pengembalian di masa depan.

Tak satu pun dari faktor-faktor yang "ditemukan" oleh Motley Fools dengan kemeriahan seperti itu—menjatuhkan saham dengan skor terbaik, menggandakan saham dengan skor tertinggi kedua, membagi hasil dividen dengan akar kuadrat dari harga saham—mungkin dapat menyebabkan atau menjelaskan kinerja masa depan suatu saham. Money Magazine menemukan bahwa portofolio yang terdiri dari saham-saham yang namanya tidak mengandung huruf berulang akan memiliki kinerja yang hampir sama dengan The Foolish Four—dan untuk alasan yang sama: keberuntungan saja.¹⁴Karena Graham tidak pernah berhenti mengingatkan kita, saham berjalan baik atau buruk di

masa depan karena bisnis di belakangnya berjalan baik atau buruk—tidak lebih, dan tidak kurang.

¹⁴Lihat Jason Zweig, “False Profits,” *Money*, Agustus 1999, hlm. 55–57. Diskusi menyeluruh tentang The Foolish Four juga dapat ditemukan di www.investorhome.com/fool.htm.

Benar saja, alih-alih menghancurkan pasar, The Foolish Four menghancurkan ribuan orang yang tertipu hingga percaya bahwa itu adalah bentuk investasi. Pada tahun 2000 saja, empat saham Foolish—Caterpillar, Eastman Kodak, SBC, dan General Motors—turun 14% sementara Dow turun hanya 4,7%.

Seperti yang ditunjukkan oleh contoh-contoh ini, hanya ada satu hal yang tidak pernah mengalami pasar beruang di Wall Street: ide-ide bodoh. Masing-masing dari apa yang disebut pendekatan investasi ini menjadi mangsa Hukum Graham. Semua rumus mekanis untuk mendapatkan kinerja saham yang lebih tinggi adalah "semacam proses penghancuran diri sendiri—mirip dengan hukum hasil yang semakin berkurang." Ada dua alasan pengembalian memudar. Jika rumus itu hanya didasarkan pada kebetulan statistik acak (seperti The Foolish Four), berlalunya waktu saja akan mengungkapkan bahwa itu tidak masuk akal sejak awal. Di sisi lain, jika formula tersebut benar-benar berhasil di masa lalu (seperti efek Januari), maka dengan mempublikasikannya, pakar pasar selalu mengikis—dan biasanya menghilangkan—kemampuannya untuk melakukannya di masa depan.

Semua ini memperkuat peringatan Graham bahwa Anda harus memperlakukan spekulasi seperti para penjudi veteran memperlakukan perjalanan mereka ke kasino:

- Anda tidak boleh menipu diri sendiri dengan berpikir bahwa Anda sedang berinvestasi ketika Anda sedang berspekulasi.
- Berspekulasi menjadi sangat berbahaya saat Anda mulai menganggapnya serius.
- Anda harus membatasi secara ketat jumlah yang ingin Anda pertaruhkan.

Sama seperti penjudi yang bijaksana mengambil, katakanlah, \$ 100 ke lantai kasino dan meninggalkan sisa uang mereka terkunci di brankas di kamar hotel mereka, investor yang cerdas menunjuk sebagian kecil dari total portofolionya sebagai akun "uang gila". Bagi kebanyakan dari kita, 10% dari keseluruhan kekayaan kita adalah jumlah maksimum yang diizinkan untuk dimasukkan ke dalam risiko spekulatif. Jangan pernah mencampurkan uang di rekening spekulatif Anda dengan apa yang ada di rekening investasi Anda; jangan biarkan pemikiran spekulatif Anda meluas ke aktivitas investasi Anda; dan jangan pernah memasukkan lebih dari 10% aset Anda ke dalam akun uang gila Anda, apa pun yang terjadi.

Baik atau buruk, naluri judi adalah bagian dari sifat manusia— jadi sia-sia bagi kebanyakan orang bahkan untuk mencoba menekannya. Tetapi Anda harus membatasi dan menahannya. Itulah satu-satunya cara terbaik untuk memastikan Anda tidak akan pernah membodohi diri sendiri dengan mencampuradukkan spekulasi dengan investasi.

BAB 2

Investor dan Inflasi

*Saya*inflasi, dan perjuangan melawannya, telah menjadi perhatian publik dalam beberapa tahun terakhir. Penyusutan daya beli dolar di masa lalu, dan khususnya ketakutan (atau harapan para spekulasi) akan penurunan lebih lanjut yang serius di masa depan, telah sangat memengaruhi pemikiran Wall Street. Jelas bahwa mereka yang memiliki pendapatan dolar tetap akan menderita ketika biaya hidup meningkat, dan hal yang sama berlaku untuk jumlah pokok dolar yang tetap. Pemegang saham, di sisi lain, memiliki kemungkinan bahwa hilangnya daya beli dolar dapat diimbangi oleh kenaikan dividen dan harga saham mereka.

Berdasarkan fakta yang tidak dapat disangkal ini, banyak otoritas keuangan telah menyimpulkan bahwa (1) obligasi adalah bentuk investasi yang tidak diinginkan secara inheren, dan (2) akibatnya, saham biasa pada dasarnya adalah investasi yang lebih diinginkan daripada obligasi. Kami telah mendengar tentang lembaga amal yang disarankan bahwa portofolio mereka harus terdiri dari 100% saham dan nol persen obligasi.* Ini merupakan kebalikan dari hari-hari sebelumnya ketika investasi perwalian dilakukan.

* Pada akhir 1990-an, nasihat ini—yang mungkin cocok untuk yayasan atau dana abadi dengan cakrawala investasi yang sangat panjang—telah menyebar ke investor individu, yang masa hidupnya terbatas. Dalam bukunya yang berpengaruh edisi 1994, *Stocks for the Long Run*, profesor keuangan Jeremy Siegel dari Wharton School merekomendasikan bahwa investor "pengambil risiko" harus membeli dengan margin, meminjam lebih dari sepertiga dari kekayaan bersih mereka untuk tenggelam 135 % aset mereka menjadi saham. Bahkan pejabat pemerintah ikut beraksi: Pada bulan Februari

1999, Yang Terhormat Richard Dixon, bendahara negara bagian Maryland, mengatakan kepada hadirin di sebuah konferensi investasi: "Tidak masuk akal untuk apa pun-

seseorang untuk memiliki uang dalam dana obligasi."

dibatasi oleh hukum untuk obligasi bermutu tinggi (dan beberapa pilihan saham preferen).

Pembaca kami harus memiliki kecerdasan yang cukup untuk mengetahui bahwa bahkan saham berkualitas tinggi tidak dapat menjadi pembelian yang lebih baik daripada obligasi dalam semua kondisi—yaitu, terlepas dari seberapa tinggi pasar saham dan seberapa rendah pengembalian dividen saat ini dibandingkan dengan tingkat yang tersedia pada obligasi. Pernyataan semacam ini akan sama absurdnya dengan pernyataan sebaliknya — terlalu sering terdengar bertahun-tahun yang lalu — bahwa obligasi apa pun lebih aman daripada saham apa pun. Dalam bab ini kita akan mencoba menerapkan berbagai pengukuran terhadap faktor inflasi, untuk mencapai beberapa kesimpulan sejauh mana investor dapat secara bijaksana dipengaruhi oleh ekspektasi mengenai kenaikan tingkat harga di masa depan.

Dalam hal ini, seperti banyak lainnya di bidang keuangan, kita harus mendasarkan pandangan kita tentang kebijakan masa depan pada pengetahuan tentang pengalaman masa lalu. Apakah inflasi sesuatu yang baru bagi negara ini, setidaknya dalam bentuk yang serius sejak tahun 1965? Jika kita telah melihat inflasi yang sebanding (atau lebih buruk) dalam pengalaman hidup, pelajaran apa yang dapat dipetik dari mereka dalam menghadapi inflasi hari ini? Mari kita mulai dengan Tabel 2-1, tabulasi historis yang berisi banyak informasi tentang perubahan tingkat harga umum dan perubahan pendapatan dan nilai pasar saham biasa. Angka kami akan dimulai dengan tahun 1915, dan dengan demikian mencakup 55 tahun, disajikan dalam interval lima tahun. (Kami menggunakan 1946 alih-alih 1945 untuk menghindari tahun terakhir kontrol harga masa perang.)

Hal pertama yang kita perhatikan adalah bahwa kita pernah mengalami inflasi di masa lalu—banyak sekali. Dosis lima tahun terbesar adalah antara 1915 dan

1920, ketika biaya hidup hampir dua kali lipat. Ini dibandingkan dengan kenaikan 15% antara tahun 1965 dan 1970. Di antaranya, kita telah mengalami tiga periode penurunan harga dan kemudian enam kenaikan pada tingkat yang bervariasi, beberapa agak kecil. Pada pertunjukan ini, investor harus dengan jelas memperhitungkan kemungkinan inflasi yang berkelanjutan atau berulang yang akan datang.

Bisakah kita mengetahui tingkat inflasi yang mungkin terjadi? Tidak ada jawaban yang jelas yang disarankan oleh meja kami; itu menunjukkan variasi dari segala macam. Tampaknya masuk akal,

bagaimanapun, untuk mengambil petunjuk dari catatan yang agak konsisten selama 20 tahun terakhir. Rata-rata kenaikan tahunan tingkat harga konsumen untuk periode ini adalah 2,5%; itu untuk 1965–1970 adalah 4,5%; bahwa untuk tahun 1970 saja adalah 5,4%. Pemerintah resmi-

TSANGGUP 2-1 Itu Umum Harga Tingkat, Saham Pendapatan, dan Saham Harga pada Lima-Ytelinga Interval, 1915–1970

Tahun	Tingkat harga ^{sebuah} Konsumen Grosir		Indeks Saham S & P 500 ^b Harga Penghasilan		Persen Perubahan dari Level Sebelumnya			
					Grosir Harga	Stok Konsumen Pendapatan Harga	Saham Harga	
1915	38.0	35.4		8.31				
1920	84.5	69.8		7.98	+96,0%	+96,8%		– 4,0%
1925	56.6	61.1	1.24	11.15	–33.4	-12,4		+ 41.5
1930	47.3	58.2	.97	21.63	-16,5	– 4.7	– 21,9%	+ 88.0
1935	43.8	47.8	.76	15.47	– 7.4	-18,0	– 21.6	– 26.0
1940	43.0	48.8	1.05	11.02	– 0.2	+ 2.1	+ 33.1	– 28,8
1946 ^c	66.1	68.0	1.06	17.08	+53,7	+40.0	+ 1.0	+ 55.0
1950	86.8	83.8	2.84	18.40	+31.5	+23.1	+168.0	+ 21.4
1955	97.2	93.3	3.62	40.49	+ 6.2	+11.4	+ 27.4	+112,0
1960	100,7	103.1	3.27	55.85	+ 9.2	+10.5	– 9.7	+ 38.0
1965	102.5	109,9	5.19	88.17	+ 1.8	+ 6.6	+ 58,8	+ 57.0
1970	117,5	134.0	5.36	92.15	+14.6	+21.9	+ 3.3	+ 4.4

^{sebuah}Rata-rata tahunan. Untuk tingkat harga 1957 = 100 dalam tabel; tetapi menggunakan basis baru, 1967 = 100, rata-rata untuk tahun 1970 adalah 116,3 untuk harga konsumen dan 110,4 untuk harga grosir untuk indeks saham.

^b1941–1943 rata-rata = 10.

^c1946 digunakan, untuk menghindari kontrol harga.

Kebijakan pemerintah sangat menentang inflasi skala besar, dan ada beberapa alasan untuk percaya bahwa kebijakan Federal akan lebih efektif di masa depan daripada beberapa tahun terakhir.* Kami pikir akan masuk akal bagi investor pada saat ini untuk mendasarkan pemikirannya dan keputusan tentang kemungkinan (jauh dari pasti) tingkat inflasi masa depan, katakanlah, 3% per tahun. (Ini akan dibandingkan dengan tingkat tahunan sekitar 2½% untuk seluruh periode 1915–1970.)¹

Apa implikasi dari kemajuan seperti itu? Itu akan memakan, dalam biaya hidup yang lebih tinggi, sekitar setengah dari pendapatan yang sekarang dapat diperoleh dari obligasi bebas pajak jangka menengah yang baik (atau asumsi kami setelah pajak yang setara dari obligasi korporasi bermutu tinggi). Ini akan menjadi penyusutan yang serius, tetapi tidak boleh dilebih-lebihkan. Ini tidak berarti bahwa nilai sebenarnya, atau daya beli, kekayaan investor perlu dikurangi selama bertahun-tahun. Jika dia membelanjakan setengah pendapatan bunganya setelah pajak, dia akan mempertahankan daya beli ini tetap utuh, bahkan melawan inflasi tahunan 3%.

Tapi pertanyaan berikutnya, tentu saja, adalah, "Dapatkah investor cukup yakin untuk berbuat lebih baik dengan membeli dan menahan hal-hal lain selain obligasi bermutu tinggi, bahkan pada tingkat pengembalian yang belum pernah terjadi sebelumnya yang ditawarkan pada tahun 1970-1971?" Tidakkah, misalnya, program semua-saham lebih disukai daripada program sebagian-saham, sebagian-saham? Bukankah saham biasa memiliki perlindungan bawaan terhadap inflasi, dan apakah mereka hampir tidak pasti memberikan pengembalian yang lebih baik selama bertahun-tahun daripada obligasi? Bukankah saham sebenarnya memperlakukan investor jauh lebih baik daripada obligasi selama periode 55 tahun penelitian kami?

Jawaban atas pertanyaan-pertanyaan ini agak rumit. Saham biasa memang berkinerja lebih baik daripada obligasi dalam jangka waktu yang lama di masa lalu. Kenaikan DJIA dari rata-rata 77 in 1915 menjadi rata-rata 753 pada tahun 1970 bekerja pada tingkat gabungan tahunan hanya sekitar 4%, di mana kita dapat menambahkan 4% lagi untuk pengembalian dividen rata-rata. (Angka yang sesuai untuk komposit S & P hampir sama.) Angka gabungan 8% ini

* Ini adalah salah satu kesalahan penilaian Graham yang jarang terjadi. Pada tahun 1973, hanya dua tahun setelahnya

Presiden Richard Nixon memberlakukan kontrol upah dan harga, inflasi melanda 8,7%, level tertinggi sejak akhir Perang Dunia II. Dekade dari tahun 1973 hingga 1982 adalah yang paling inflasioner dalam sejarah Amerika modern, karena biaya hidup meningkat lebih dari dua kali lipat.

per tahun tentu saja jauh lebih baik daripada pengembalian yang dinikmati dari obligasi selama periode 55 tahun yang sama. Tapi mereka tidak melebihi yang sekarang ditawarkan oleh obligasi bermutu tinggi. Ini membawa kita ke pertanyaan logis berikutnya: Apakah ada alasan persuasif untuk percaya bahwa saham biasa cenderung melakukan jauh lebih baik di tahun-tahun mendatang daripada yang mereka miliki dalam lima setengah dekade terakhir?

Jawaban kami untuk pertanyaan penting ini pastilah tidak. Saham biasa mungkin lebih baik di masa depan daripada di masa lalu, tetapi mereka jauh dari pasti untuk melakukannya. Di sini kita harus berurusan dengan dua elemen waktu yang berbeda dalam hasil investasi. Yang pertama mencakup apa yang mungkin terjadi dalam jangka panjang di masa depan—katakanlah, 25 tahun ke depan. Yang kedua berlaku untuk apa yang mungkin terjadi pada investor—baik secara finansial maupun psikologis—dalam periode pendek atau menengah, katakanlah lima tahun atau kurang. Kerangka pikirannya, harapan dan kekhawatirannya, kepuasan atau ketidakpuasannya dengan apa yang telah dia lakukan, di atas semua keputusannya apa yang harus dilakukan selanjutnya, semuanya ditentukan bukan dalam retrospeksi investasi seumur hidup melainkan oleh pengalamannya dari tahun ke tahun. ke tahun.

Dalam hal ini kita bisa kategoris. Tidak ada hubungan waktu yang erat antara kondisi inflasi (atau deflasi) dan pergerakan pendapatan dan harga saham biasa. Contoh nyata adalah periode baru-baru ini, 1966–1970. Kenaikan biaya hidup adalah 22%, terbesar dalam periode lima tahun sejak 1946–1950. Tetapi pendapatan saham dan harga saham secara keseluruhan telah menurun sejak itu 1965. Ada kontradiksi serupa di kedua arah dalam catatan periode lima tahun sebelumnya.

Inflasi dan Pendapatan Perusahaan

Pendekatan lain dan sangat penting untuk subjek ini adalah dengan mempelajari tingkat pendapatan atas modal yang ditunjukkan oleh bisnis Amerika. Ini telah berfluktuasi, tentu saja, dengan tingkat umum kegiatan ekonomi, tetapi tidak menunjukkan kecenderungan umum untuk maju dengan harga grosir atau biaya hidup. Sebenarnya tingkat ini telah turun agak mencolok dalam dua puluh tahun terakhir terlepas dari inflasi periode tersebut. (Untuk

beberapa derajat penurunan itu karena pembebanan tarif depresiasi yang lebih liberal. Lihat Tabel 2-2.) Studi kami yang diperpanjang telah menghasilkan kesimpulan bahwa investor tidak dapat mengandalkan jauh di atas tingkat lima tahun terakhir yang diperoleh pada grup DJIA—

sekitar 10% dari aset berwujud bersih (nilai buku) di belakang saham.²

Karena nilai pasar dari masalah ini jauh di atas buku mereka nilai — katakanlah, 900 pasar vs. 560 buku pada pertengahan tahun 1971 — pendapatan pada

harga pasar saat ini hanya bekerja di sekitar 6¼%. (Hubungan ini-kapal umumnya dinyatakan dalam kebalikannya, atau "kali penghasilan,"

cara — misalnya, bahwa harga DJIA 900 sama dengan 18 kali harga sebenarnya

pendapatan untuk 12 bulan yang berakhir Juni 1971.)

Angka kami langsung sesuai dengan saran sebelumnya bab* bahwa investor dapat mengasumsikan pengembalian dividen rata-rata

sekitar 3,5% dari nilai pasar sahamnya, ditambah apresiasi tion, katakanlah, 4% per tahun yang dihasilkan dari keuntungan yang diinvestasikan kembali. (Catatan

bahwa setiap dolar yang ditambahkan ke nilai buku di sini diasumsikan meningkat

harga pasar sekitar \$1,60.)

Pembaca akan keberatan bahwa pada akhirnya perhitungan kami membuat tidak

penyisihan untuk peningkatan pendapatan dan nilai saham biasa untuk

hasil dari proyeksi inflasi tahunan 3% kami. Pembeneran kami adalah tidak adanya tanda bahwa inflasi dalam jumlah yang sebanding di masa lalu memiliki efek langsung pada laba per saham yang dilaporkan.

Angka-angka dingin menunjukkan bahwa semua keuntungan besar dalam pendapatan

unit DJIA dalam 20 tahun terakhir disebabkan oleh

pertumbuhan besar dari modal yang diinvestasikan yang berasal dari keuntungan yang diinvestasikan kembali. Jika

inflasi telah beroperasi sebagai faktor menguntungkan yang terpisah, efeknya

akan meningkatkan "nilai" dari yang sudah ada sebelumnya

modal; ini pada gilirannya harus meningkatkan tingkat pendapatan pada yang lama

modal dan oleh karena itu pada gabungan modal lama dan baru.

Tetapi

tidak ada hal semacam itu yang benar-benar terjadi dalam 20 tahun terakhir, selama dimana tingkat harga grosir telah naik hampir 40%. (Bis-
pendapatan harus lebih dipengaruhi oleh harga grosir daripada oleh "harga konsumen.") Satu-satunya cara inflasi dapat menambah nilai saham biasa adalah dengan menaikkan tingkat pendapatan pada investasi italia. Berdasarkan catatan masa lalu, ini belum kasus.

Dalam siklus ekonomi masa lalu, bisnis yang baik menyertai dibatasi oleh kenaikan tingkat harga dan bisnis yang buruk dengan penurunan harga. Dia umumnya merasa bahwa "sedikit inflasi" membantu bisnis keuntungan. Pandangan ini tidak bertentangan dengan sejarah 1950-1970,

* Lihat hal. 25.

yang mengungkapkan kombinasi kemakmuran yang umumnya berlanjut dan harga yang umumnya naik. Tetapi angka-angka tersebut menunjukkan bahwa efek dari semua ini pada kekuatan pendapatan dari modal saham biasa ("modal ekuitas") sangat terbatas; pada kenyataannya bahkan belum berfungsi untuk mempertahankan tingkat pendapatan atas investasi. Jelas ada pengaruh penyeimbang penting yang telah mencegah peningkatan profitabilitas riil perusahaan-perusahaan Amerika secara keseluruhan. Mungkin yang paling penting di antaranya adalah (1) kenaikan tingkat upah yang melebihi keuntungan produktivitas, dan (2) kebutuhan akan modal baru dalam jumlah besar, sehingga menahan rasio penjualan terhadap modal yang digunakan.

Angka kami di Tabel 2-2 menunjukkan bahwa sejauh ini dari inflasi yang menguntungkan perusahaan kami dan pemegang saham mereka, efeknya justru sebaliknya. Angka-angka yang paling mencolok dalam tabel kita adalah angka-angka untuk pertumbuhan utang perusahaan antara tahun 1950 dan 1969. Sungguh mengejutkan betapa sedikit perhatian yang diberikan oleh para ekonom dan Wall Street terhadap perkembangan ini. Utang perusahaan telah meningkat hampir lima kali lipat sementara keuntungan mereka sebelum pajak sedikit lebih dari dua kali lipat. Dengan kenaikan suku bunga yang besar selama periode ini, terbukti bahwa agregat utang perusahaan sekarang menjadi

TABEL 2-2 *Hutang Perusahaan, Laba, dan Pendapatan Modal, 1950–1969*

<i>Tahun</i>	<i>Perusahaan Bersih</i>	<i>Keuntungan Perusahaan</i>		<i>Persen yang Diperoleh dari Modal</i>	
		<i>Sebelum</i>	<i>Setelah</i>		
	<i>Utang</i>	<i>Pajak penghasilan</i>	<i>Pajak (jutaan)</i>	<i>Data S&P^{sc}</i>	<i>Lainnya Data^b</i>
1950	\$140.2	\$42,6	\$17 8	18,3%	15,0%
1955	212.1	48.6	27.0	18.3	12.9
1960	302.8	49.7	26.7	10.4	9.1
1965	453.3	77.8	46,5	10.8	11.8
1969	692.9	91.2	48.5	11.8	11.3

^a Laba indeks industri Standard & Poor dibagi dengan nilai buku rata-rata untuk tahun ini.

^b Angka untuk tahun 1950 dan 1955 dari Cottle dan Whitman; untuk tahun 1960–1969 dari

Harta benda.

faktor ekonomi yang merugikan dari beberapa besaran dan masalah nyata bagi banyak perusahaan individu. (Perhatikan bahwa pada tahun 1950 laba bersih setelah bunga tetapi sebelum pajak penghasilan adalah sekitar 30% dari hutang perusahaan, sedangkan pada tahun 1969 hanya 13,2% dari hutang. Rasio tahun 1970 pasti bahkan kurang memuaskan.) Singkatnya, tampak bahwa a signifikan - tidak dapat bagian dari 11% yang diperoleh dari ekuitas perusahaan secara keseluruhan dicapai dengan menggunakan sejumlah besar biaya utang baru

4% atau kurang setelah kredit pajak. Jika perusahaan kita mempertahankan rasio utang tahun 1950, tingkat pendapatan mereka atas modal saham akan turun lebih rendah lagi, terlepas dari inflasi.

Pasar saham telah mempertimbangkan bahwa perusahaan utilitas publik telah menjadi korban utama inflasi, terjebak di antara kemajuan besar dalam biaya uang pinjaman dan kesulitan menaikkan tarif yang dibebankan di bawah proses regulasi. Tapi ini mungkin tempat untuk berkomentar bahwa fakta bahwa biaya unit listrik, gas, dan layanan telepon telah maju jauh lebih sedikit daripada indeks harga umum menempatkan perusahaan-perusahaan ini dalam posisi strategis yang kuat untuk masa depan.³ Mereka berhak secara hukum untuk membebankan tarif yang cukup untuk pengembalian yang memadai atas modal yang mereka investasikan, dan ini mungkin akan melindungi pemegang saham mereka di masa depan seperti yang terjadi pada inflasi di masa lalu.

Semua hal di atas membawa kita kembali ke kesimpulan kita bahwa investor tidak memiliki dasar yang kuat untuk mengharapkan lebih dari rata-rata pengembalian keseluruhan, katakanlah, 8% pada portofolio saham biasa tipe DJIA yang dibeli pada tingkat harga akhir tahun 1971. Tetapi bahkan jika harapan ini terbukti diremehkan dengan jumlah yang substansial, kasusnya tidak akan dibuat untuk program investasi semua saham. Jika ada satu hal yang dijamin untuk masa depan, adalah bahwa pendapatan dan nilai pasar rata-rata tahunan dari portofolio saham tidak akan tumbuh pada tingkat seragam 4%, atau angka lainnya. Dalam kata-kata yang tak terlupakan dari JP Morgan yang lebih tua, "Mereka akan berfluktuasi."⁴ Ini berarti, pertama, pembeli saham biasa pada harga hari ini—

* John Pierpont Morgan adalah pemodal paling kuat di akhir abad kesembilan belas dan awal abad kedua puluh. Karena pengaruhnya yang besar, ia terus-menerus ditanyai apa yang akan dilakukan pasar saham selanjutnya. Morgan mengembangkan jawaban yang sangat singkat dan akurat: "Ini akan berfluktuasi." Lihat Jean Strouse, *Morgan: Pemodal Amerika* (Random House, 1999), hlm. 11.

atau besok—akan menghadapi risiko nyata untuk mendapatkan hasil yang tidak memuaskan selama beberapa tahun. Butuh waktu 25 tahun bagi General Electric (dan DJIA sendiri) untuk memulihkan landasan yang hilang di

Bencana 1929–1932. Selain itu, jika investor memusatkan portofolionya pada saham biasa, kemungkinan besar ia akan tersesat baik oleh kenaikan yang menggembirakan maupun penurunan yang menyedihkan. Hal ini terutama benar jika alasannya sangat sesuai dengan ekspektasi inflasi lebih lanjut. Karena itu, jika pasar bull lain datang, dia akan mengambil kenaikan besar bukan sebagai sinyal bahaya dari kejatuhan yang tak terhindarkan, bukan sebagai kesempatan untuk menguangkan keuntungannya yang bagus, melainkan sebagai pembenaran hipotesis inflasi dan sebagai alasan untuk terus membeli saham biasa tidak peduli seberapa tinggi tingkat pasar atau seberapa rendah pengembalian dividen. Dengan cara itu terletak kesedihan.

Alternatif untuk Saham Biasa sebagai Lindung Nilai Inflasi

Kebijakan standar orang-orang di seluruh dunia yang tidak mempercayai mata uang mereka adalah membeli dan menyimpan emas. Ini telah melanggar hukum bagi warga negara Amerika sejak 1935—untungnya bagi mereka. Dalam 35 tahun terakhir, harga emas di pasar terbuka telah meningkat dari \$35 per ons menjadi \$48 pada awal 1972—naik hanya 35%. Tetapi selama ini pemegang emas tidak menerima pengembalian pendapatan atas modalnya, dan sebaliknya telah mengeluarkan beberapa biaya tahunan untuk penyimpanan. Jelas, dia akan melakukan jauh lebih baik dengan uangnya dengan bunga di bank tabungan, terlepas dari kenaikan tingkat harga umum.

Kegagalan emas yang nyaris sempurna untuk melindungi diri dari kerugian daya beli dolar pasti menimbulkan keraguan besar pada kemampuan investor biasa untuk melindungi dirinya dari inflasi dengan memasukkan uangnya ke dalam "barang".* Cukup banyak kategori berharga

* Filsuf investasi Peter L. Bernstein merasa bahwa Graham "salah besar" tentang logam mulia, terutama emas, yang (setidaknya pada tahun-tahun setelah Graham menulis bab ini) telah menunjukkan kemampuan yang kuat untuk melampaui inflasi. Penasihat keuangan William Bernstein setuju, menunjukkan bahwa

alokasi kecil untuk dana logam mulia (katakanlah, 2% dari total aset Anda) terlalu kecil untuk melukai pengembalian Anda secara keseluruhan ketika emas berkinerja buruk. Namun, ketika emas berkembang dengan baik, pengembaliannya sering kali sangat spektakuler—terkadang melebihi 100%

benda-benda telah mengalami kemajuan mencolok dalam nilai pasar selama bertahun-tahun—seperti berlian, lukisan karya master, buku edisi pertama, perangko dan koin langka, dll. Tetapi dalam banyak, mungkin sebagian besar, dari kasus-kasus ini tampaknya ada unsur artifisial atau genting atau bahkan tidak nyata tentang harga yang dikutip. Entah bagaimana sulit untuk memikirkan membayar \$67.500 untuk dolar perak AS tertanggal 1804 (tetapi bahkan tidak dicetak tahun itu) sebagai "operasi investasi."⁴ Kami mengakui bahwa kami berada di luar kedalaman kami di bidang ini. Sangat sedikit dari pembaca kami akan menemukan berenang aman dan mudah di sana.

Kepemilikan langsung real estat telah lama dianggap sebagai investasi jangka panjang yang baik, disertai dengan perlindungan yang baik terhadap inflasi. Sayangnya, nilai real estat juga mengalami fluktuasi yang luas; kesalahan serius dapat dibuat di lokasi, harga yang harus dibayar, dll.; ada jebakan dalam tipu muslihat penjual. Akhirnya, diversifikasi tidak praktis bagi investor dengan cara moderat, kecuali dengan berbagai jenis partisipasi dengan orang lain dan dengan bahaya khusus yang melekat pada flotasi baru—tidak terlalu berbeda dari kepemilikan saham biasa. Ini juga bukan bidang kami. Yang harus kita katakan kepada investor adalah, "Pastikan itu milik Anda sebelum Anda masuk ke dalamnya."

Kesimpulan

n

Secara alami, kita kembali ke kebijakan yang direkomendasikan di bab sebelumnya. Hanya karena ketidakpastian masa depan, investor tidak mampu untuk menempatkan semua dananya ke dalam satu keranjang—tidak juga dalam keranjang obligasi, meskipun pengembalian tinggi yang belum pernah terjadi sebelumnya yang ditawarkan obligasi baru-baru ini; maupun di keranjang saham, meskipun prospek inflasi terus berlanjut.

Semakin investor bergantung pada portofolionya dan pendapatan darinya, semakin penting baginya untuk menjaga diri dari

dalam satu tahun—bahwa ia dapat, dengan sendirinya, membuat portofolio yang tidak bersemangat berkilaunan. Namun, investor yang cerdas menghindari investasi emas secara langsung, dengan biaya penyimpanan dan asuransi yang tinggi; sebagai gantinya, carilah reksa dana yang terdiversifikasi dengan baik

yang mengkhususkan diri pada saham perusahaan logam mulia dan membebankan biaya tahunan di bawah 1%. Batasi taruhan Anda hingga 2% dari total aset keuangan Anda (atau mungkin 5% jika Anda berusia di atas 65 tahun).

tak terduga dan membingungkan di bagian hidupnya ini. Sudah menjadi aksioma bahwa investor konservatif harus berusaha meminimalkan risikonya. Kami sangat yakin bahwa risiko yang terlibat dalam pembelian, katakanlah, obligasi perusahaan telepon dengan imbal hasil hampir 7½% jauh lebih sedikit daripada mereka yang terlibat dalam membeli DJIA dengan harga 900 (atau daftar saham yang setara dengannya). Tetapi kemungkinan inflasi skala besar tetap ada, dan investor harus menanggung beberapa asuransi terhadapnya. Tidak ada kepastian bahwa komponen saham akan cukup menjamin terhadap inflasi tersebut, tetapi harus membawa perlindungan lebih dari komponen obligasi.

Inilah yang kami katakan tentang masalah ini dalam edisi 1965 kami (hlm. 97), dan kami akan menulis hal yang sama hari ini:

Harus jelas bagi pembaca bahwa kita tidak memiliki antusiasme untuk saham biasa pada level ini (892 untuk DJIA). Untuk alasan yang telah diberikan, kami merasa bahwa investor defensif tidak mampu tanpa proporsi yang cukup besar dari saham biasa dalam portofolionya, bahkan jika kami menganggapnya sebagai yang lebih kecil dari dua kejahatan—semakin besar risiko dalam kepemilikan semua obligasi.

KOMENTAR PADA BAB 2

Amerika semakin kuat. Dua puluh tahun yang lalu, dibutuhkan dua orang untuk membawa bahan makanan senilai sepuluh dolar. Hari ini, anak berusia lima tahun bisa melakukannya.

—*Henny Muda*

Sayainflasi? Siapa yang peduli

tentang itu?

Lagi pula, kenaikan tahunan dalam biaya barang dan jasa rata-rata kurang dari 2,2% antara tahun 1997 dan 2002—dan para ekonom percaya bahwa bahkan tingkat terendah mungkin dilebih-lebihkan.¹(Misalnya, bayangkan bagaimana harga komputer dan elektronik rumah tangga merosot—dan bagaimana kualitas banyak barang meningkat, yang berarti bahwa konsumen mendapatkan nilai yang lebih baik untuk uang mereka.) Dalam beberapa tahun terakhir, tingkat inflasi yang sebenarnya di Amerika Serikat mungkin telah berjalan sekitar 1% setiap tahun—peningkatan yang sangat kecil sehingga banyak pakar menyatakan bahwa “inflasi sudah mati.”²

¹Biro Statistik Tenaga Kerja AS, yang menghitung Indeks Harga Konsumen yang mengukur inflasi, memiliki situs web yang komprehensif dan bermanfaat di www.bls.gov/cpi/home.htm.

²Untuk diskusi yang hidup tentang skenario “inflasi sudah mati”, lihat www.pbs.org/newshour/bb/economy/july-dec97/inflation_12-16.html. Pada tahun 1996, Komisi Boskin, sekelompok ekonom yang diminta oleh pemerintah untuk menyelidiki apakah tingkat inflasi resmi akurat, diperkirakan telah dilebih-lebihkan, seringkali hampir dua poin persentase per tahun. Untuk laporan komisi, lihat www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html. Banyak pakar investasi sekarang merasa bahwa deflasi, atau penurunan harga, merupakan ancaman yang lebih besar daripada inflasi; cara terbaik untuk melakukan lindung nilai

terhadap risiko itu adalah dengan memasukkan obligasi sebagai komponen permanen portofolio Anda. (Lihat kom-
penjelasan pada Bab 4.)

EMONEY ILLUSION

Ada alasan lain mengapa investor mengabaikan pentingnya inflasi: apa yang disebut psikolog sebagai "ilusi uang". Jika Anda menerima kenaikan 2% dalam setahun ketika inflasi berjalan pada 4%, Anda hampir pasti akan merasa lebih baik daripada jika Anda mengambil pemotongan gaji 2% selama setahun ketika inflasi nol. Namun kedua perubahan dalam gaji Anda membuat Anda dalam posisi yang hampir sama—2% lebih buruk setelah inflasi. Selama perubahan nominal (atau absolut) positif, kami memandangnya sebagai hal yang baik—bahkan jika hasil nyata (atau setelah inflasi) negatif. Dan setiap perubahan dalam gaji Anda sendiri lebih jelas dan spesifik daripada perubahan harga secara umum dalam perekonomian secara keseluruhan.³Demikian juga, investor senang mendapat untung

11% pada sertifikat deposito bank (CD) pada tahun 1980 dan sangat kecewa karena hanya menghasilkan sekitar 2% pada tahun 2003—meskipun mereka kehilangan uang setelah inflasi saat itu tetapi mengikuti inflasi sekarang. Tingkat nominal yang kami peroleh dicetak di iklan bank dan dipasang di jendelanya, di mana angka yang tinggi membuat kami merasa baik. Tapi inflasi menggerogoti angka yang tinggi itu secara rahasia. Alih-alih menghilangkan iklan, inflasi justru merampas kekayaan kita. Itulah mengapa inflasi sangat mudah untuk diabaikan—dan mengapa sangat penting untuk mengukur kesuksesan investasi Anda bukan hanya dari apa yang Anda hasilkan, tetapi dengan seberapa banyak yang Anda pertahankan setelah inflasi.

Lebih pada dasarnya lagi, investor yang cerdas harus selalu waspada terhadap apa pun yang tidak terduga dan diremehkan. Ada tiga alasan bagus untuk percaya bahwa inflasi tidak mati:

- Baru-baru ini pada tahun 1973-1982, Amerika Serikat mengalami salah satu ledakan inflasi yang paling menyakitkan dalam sejarah kita. Sebagaimana diukur dengan Indeks Harga Konsumen, harga naik lebih dari dua kali lipat selama periode tersebut, naik pada tingkat tahunan hampir 9%. Pada tahun 1979 saja, inflasi mengamuk pada 13,3%, melumpuhkan ekonomi dalam apa yang dikenal sebagai "stagflasi"—dan membuat banyak komentator mempertanyakan apakah Amerika dapat bersaing di pasar global-

³Untuk wawasan lebih lanjut tentang perangkat perilaku ini, lihat Eldar Shafir, Peter Diamond, dan Amos Tversky, “Money Illusion,” dalam Daniel Kahneman dan Amos Tversky, eds., *Choices, Values, and Frames* (Cambridge University Press, 2000), hlm. 335–355.

tempat.⁴Barang dan jasa dengan harga \$100 di awal 1973 menelan biaya \$230 pada akhir tahun 1982, menyusutkan nilai satu dolar menjadi kurang dari 45 sen. Tak seorang pun yang hidup melaluinya akan mencemooh penghancuran kekayaan seperti itu; tidak ada orang yang bijaksana dapat gagal untuk melindungi terhadap risiko yang mungkin terulang.

- Sejak tahun 1960, 69% dari negara-negara berorientasi pasar dunia telah menderita setidaknya satu tahun di mana inflasi berjalan pada tingkat tahunan sebesar 25% atau lebih. Rata-rata, periode inflasi tersebut menghancurkan 53% daya beli investor.⁵Kami akan gila untuk tidak berharap bahwa Amerika entah bagaimana dibebaskan dari bencana seperti itu. Tetapi kami akan lebih gila lagi untuk menyimpulkan bahwa itu tidak akan pernah terjadi di sini.⁶
- Kenaikan harga memungkinkan Paman Sam untuk melunasi utangnya dengan dolar yang telah menjadi murah oleh inflasi. Pemberantasan inflasi sepenuhnya bertentangan dengan kepentingan ekonomi dari pemerintah mana pun yang secara teratur meminjam uang.⁷

⁴Tahun itu, Presiden Jimmy Carter memberikan pidatonya yang terkenal "malaise", di mana dia memperingatkan "krisis kepercayaan" yang "menyerang di hati dan jiwa dan semangat keinginan nasional kita" dan "mengancam untuk menghancurkan sosial dan struktur politik Amerika."

⁵Lihat Stanley Fischer, Ratna Sahay, dan Carlos A. Vegh, "Modern Hyper- and High Inflation," Biro Riset Ekonomi Nasional, Makalah Kerja 8930, di www.nber.org/papers/w8930.

⁶Faktanya, Amerika Serikat telah mengalami dua periode hiperinflasi. Selama Revolusi Amerika, harga naik tiga kali lipat setiap tahun dari tahun 1777 sampai 1779, dengan satu pon mentega seharga \$12 dan satu barel tepung dihargai hampir \$1.600 di Revolutionary Massachusetts. Selama Perang Saudara, inflasi mengamuk pada tingkat tahunan sebesar 29% (di Utara) dan hampir 200% (di Konfederasi). Baru-baru ini pada tahun 1946, inflasi mencapai 18,1% di Amerika Serikat.

⁷Saya berhutang budi kepada Laurence Siegel dari Ford Foundation atas wawasan yang sinis namun akurat ini. Sebaliknya, pada saat deflasi (atau harga yang terus turun) lebih menguntungkan menjadi pemberi pinjaman daripada peminjam—itulah sebabnya sebagian besar investor harus menyimpan setidaknya sebagian kecil aset mereka dalam obligasi, sebagai bentuk asuransi terhadap penurunan harga.

SETENGAH TINGGI

Lalu, apa yang dapat dilakukan investor cerdas untuk menjaga diri dari inflasi? Jawaban standarnya adalah "beli saham"—tetapi, seperti jawaban umum yang sering terjadi, itu tidak sepenuhnya benar.

Gambar 2-1 menunjukkan, untuk setiap tahun dari tahun 1926 sampai 2002, hubungan antara inflasi dan harga saham.

Seperti yang Anda lihat, pada tahun-tahun ketika harga barang dan jasa konsumen turun, seperti di sisi kiri grafik, pengembalian saham sangat buruk—dengan pasar kehilangan hingga 43% nilainya.⁸Ketika inflasi melonjak di atas 6%, seperti pada tahun-tahun di ujung kanan grafik, saham juga terpancing. Pasar saham kehilangan uang dalam delapan dari 14 tahun di mana inflasi melebihi 6%; pengembalian rata-rata selama 14 tahun itu hanya 2,6%.

Sementara inflasi ringan memungkinkan perusahaan untuk membebankan peningkatan biaya bahan baku mereka sendiri kepada pelanggan, inflasi yang tinggi mendatangkan malapetaka—memaksa pelanggan untuk memangkas pembelian mereka dan menekan aktivitas di seluruh perekonomian.

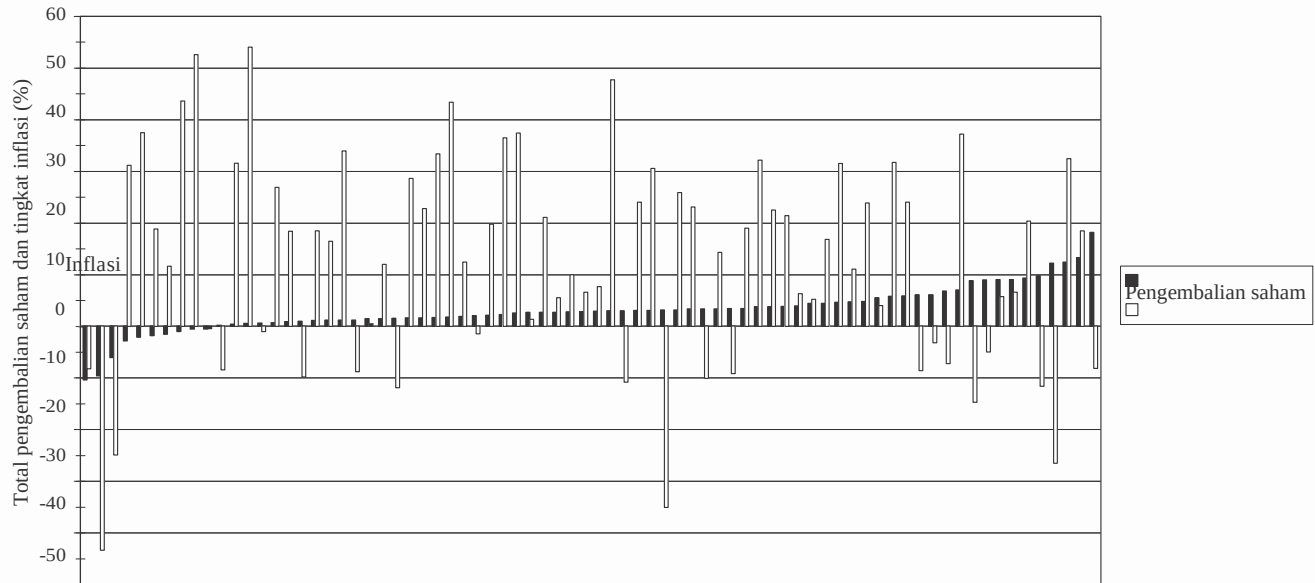
Bukti sejarahnya jelas: Sejak munculnya data pasar saham yang akurat pada tahun 1926, ada 64 periode lima tahun (yaitu, 1926-1930, 1927-1931, 1928-1932, dan seterusnya hingga 1998-2002). Dalam 50 dari 64 periode lima tahun tersebut (atau 78% dari waktu), saham melampaui inflasi.⁹Itu mengesankan, tetapi tidak sempurna; itu berarti bahwa saham gagal mengikuti inflasi sekitar seperlima dari waktu.

⁸Ketika inflasi negatif, secara teknis disebut "deflasi." Penurunan harga secara teratur mungkin pada awalnya terdengar menarik, sampai Anda memikirkan contoh Jepang. Harga telah mengempis di Jepang sejak 1989, dengan real estat dan pasar saham turun nilainya dari tahun ke tahun—siksaan air tanpa henti bagi ekonomi terbesar kedua di dunia itu.

⁹Ibbotson Associates, Saham, Obligasi, Tagihan, dan Inflasi, Buku Pegangan 2003 (Ibbotson Associates, Chicago, 2003), Tabel 2-8. Pola yang sama terlihat di luar Amerika Serikat: Di Belgia, Italia, dan Jerman, di mana inflasi sangat tinggi pada abad kedua puluh, "inflasi tampaknya memiliki dampak negatif pada pasar saham dan obligasi," catat Elroy Dimson, Paul Marsh, dan Mike Staunton dalam *Triumph of the Optimis: 101 Tahun Pengembalian Investasi Global* (Princeton University Press, 2002), hlm. 53.

GAMBAR 2-1

Seberapa Baik Saham Hedging Terhadap Inflasi?



Grafik ini menunjukkan inflasi dan pengembalian saham untuk setiap tahun antara tahun 1926 dan 2002—tidak disusun secara kronologis tetapi dari tingkat inflasi tahunan terendah hingga tertinggi. Ketika inflasi sangat negatif (lihat paling kiri), saham berkinerja sangat buruk. Ketika inflasi moderat, seperti yang terjadi di sebagian besar tahun selama periode ini, saham umumnya baik-baik saja. Tetapi ketika inflasi memanas hingga tingkat yang sangat tinggi (lihat paling kanan), kinerja saham tidak menentu, sering kali kehilangan setidaknya 10%.

Sumber: Ibbotson Associates

DUA O A C R O N Y M S T O T H E R E S C U E

Untungnya, Anda dapat memperkuat pertahanan Anda terhadap inflasi dengan bercabang di luar saham. Sejak Graham terakhir menulis, dua pejuang inflasi telah tersedia secara luas bagi investor:

REIT. Trust Investasi Real Estat, atau REITs (diucapkan "reets"), adalah perusahaan yang memiliki dan mengumpulkan sewa dari properti komersial dan residensial.¹⁰ Dibundel ke dalam reksa dana real-estate, REIT melakukan pekerjaan yang layak untuk memerangi inflasi. Pilihan terbaik adalah Vanguard REIT Index Fund; pilihan lain yang relatif murah termasuk Cohen & Steers Realty Shares, Columbia Real Estate Equity Fund, dan Fidelity Real Estate Investment Fund.¹¹ Sementara dana REIT tidak mungkin menjadi pelawan inflasi yang sangat mudah, dalam jangka panjang itu akan memberi Anda beberapa pertahanan terhadap erosi daya beli tanpa menghambat pengembalian Anda secara keseluruhan.

TIPS. Treasury Inflation-Protected Securities, atau TIPS, adalah obligasi pemerintah AS, pertama kali diterbitkan pada tahun 1997, yang secara otomatis naik nilainya ketika inflasi meningkat. Karena kepercayaan penuh dan kredit dari Amerika Serikat mendukung mereka, semua obligasi Treasury aman dari risiko gagal bayar (atau gagal bayar bunga). Namun TIPS juga menjamin bahwa nilai investasi Anda tidak akan tergerus inflasi. Dalam satu paket mudah, Anda mengasuransikan diri Anda dari kerugian finansial dan hilangnya daya beli.¹²

Namun, ada satu tangkapan. Ketika nilai obligasi TIPS Anda naik saat inflasi memanasi, Internal Revenue Service menganggap kenaikan nilai itu sebagai penghasilan kena pajak — meskipun itu murni kertas

¹⁰Teliti, jika terkadang ketinggalan zaman, informasi tentang REIT dapat ditemukan di www.nareit.com.

¹¹Untuk informasi lebih lanjut, lihat www.vanguard.com, www.cohenandsteers.com, www.columbiafunds.com, dan www.fidelity.com. Kasus untuk berinvestasi dalam dana REIT lebih lemah jika Anda memiliki rumah, karena itu memberi Anda saham yang melekat dalam kepemilikan real estat.

¹²Pengantar TIPS yang baik dapat ditemukan di www.publicdebt.treas.gov/dari/ofinfinl.htm. Untuk diskusi lebih lanjut, lihat www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2002/200232/200232pap.pdf, www.fiti

aa-crefinstitute.org/Publikasi/resdiags/73_09-2002.htm,
dan www.bwater.com/research_ibonds.htm.

keuntungan (kecuali jika Anda menjual obligasi dengan harga baru yang lebih tinggi). Mengapa ini masuk akal bagi IRS? Investor yang cerdas akan mengingat kata-kata bijak dari analis keuangan Mark Schweber: “Satu pertanyaan yang tidak pernah ditanyakan kepada birokrat adalah 'Mengapa?' Karena kerumitan pajak yang menjengkelkan ini, TIPS paling cocok untuk akun pensiun yang ditanggihkan pajak seperti IRA, Keogh, atau 401 (k), di mana mereka tidak akan mendorong penghasilan kena pajak Anda.

Anda dapat membeli TIPS langsung dari pemerintah AS di www.publicdebt.treasury.gov/offinlin.htm, atau dalam reksa dana murah seperti Vanguard Inflation-Protected Securities atau Fidelity Inflation-Protected Bond Fund.¹³ Baik secara langsung atau melalui dana, TIPS adalah pengganti ideal untuk proporsi dana pensiun Anda yang seharusnya Anda simpan dalam bentuk tunai. Jangan memperdagangkannya: TIPS bisa berubah-ubah dalam jangka pendek, jadi mereka bekerja paling baik sebagai pegangan permanen seumur hidup. Bagi sebagian besar investor, mengalokasikan setidaknya 10% dari aset pensiun Anda ke TIPS adalah cara cerdas untuk menjaga sebagian uang Anda benar-benar aman—dan sepenuhnya di luar jangkauan cakar inflasi yang panjang dan tak terlihat.

¹³Untuk detail tentang dana ini, lihat www.vanguard.com atau [www. kesetiaan. com](http://www.kesetiaan.com).

BAGIAN 3

Satu Abad Sejarah Pasar Saham: Tingkat Harga Saham di Awal 1972

Portofolio saham biasa investor akan mewakili bagian kecil dari institusi besar dan tangguh yang dikenal sebagai pasar saham. Prudence menunjukkan bahwa ia memiliki gagasan yang memadai tentang sejarah pasar saham, terutama dalam hal fluktuasi utama dalam tingkat harga dan berbagai hubungan antara harga saham secara keseluruhan dan pendapatan dan dividen mereka. Dengan latar belakang ini, ia mungkin berada dalam posisi untuk membuat penilaian yang berharga tentang daya tarik atau bahaya tingkat pasar yang muncul pada waktu yang berbeda. Secara kebetulan, data statistik yang berguna tentang harga, pendapatan, dan dividen kembali hanya 100 tahun, hingga 1871. (Materinya tidak sepenuhnya atau dapat diandalkan pada paruh pertama periode seperti pada paruh kedua, tetapi akan berfungsi .) Dalam bab ini kami akan menyajikan angka-angka, dalam bentuk yang sangat kental, dengan dua objek dalam pandangan. Yang pertama adalah menunjukkan cara umum di mana saham telah membuat kemajuan mendasar mereka melalui banyak siklus abad yang lalu. Yang kedua adalah melihat gambaran rata-rata sepuluh tahun berturut-turut, tidak hanya harga saham tetapi juga pendapatan dan dividen, untuk memunculkan berbagai hubungan antara tiga faktor penting. Dengan latar belakang kekayaan materi ini, kita akan beralih ke pertimbangan tingkat harga saham pada awal tahun 1972. untuk membawa keluar hubungan yang bervariasi antara tiga faktor penting. Dengan latar belakang kekayaan materi ini, kita akan beralih ke pertimbangan tingkat harga saham pada awal tahun 1972. untuk membawa keluar hubungan yang bervariasi antara tiga faktor penting. Dengan latar belakang kekayaan materi ini, kita akan beralih ke pertimbangan tingkat harga saham pada awal tahun 1972.

Sejarah jangka panjang pasar saham diringkas dalam dua tabel dan sebuah grafik. Tabel 3-1 menampilkan titik terendah dan tertinggi

dari sembilan belas siklus pasar turun dan naik dalam 100 tahun terakhir. Kami telah menggunakan dua indeks di sini. Yang pertama merupakan kombinasi dari studi awal oleh Komisi Cowles kembali ke tahun 1870, yang telah disambungkan ke dan terus sampai saat ini di sumur-

TABEL 3-1 Pergerakan Pasar Saham Utama Antara 1871 dan 1971

Tahun	Rata-rata Industri Dow-Jones Komposit Cowles-Standard 500					
	Tinggi	Renda	Menolak	Tinggi	Renda	Menola
1871		4.64				
1881	6.58					
1885		4.24	28%			
1887	5.90					
1893		4.08	31			
1897					38.85	
1899				77.6		
1900					53.5	31%
1901	8.50			78.3		
1903		6.26	26		43.2	45
1906	10.03			103		
1907		6.25	38		53	48
1909	10.30			100,5		
1914		7.35	29		53.2	47
1916–18	10.21			110.2		
1917		6.80	33		73.4	33
1919	9.51			119,6		
1921		6.45	32		63.9	47
1929	31.92			381		
1932		4.40	86		41.2	89
1937	18.68			197.4		
1938		8.50	55		99	50
1939	13.23			158		
1942		7.47	44		92.9	41
1946	19.25			212.5		
1949		13.55	30		161.2	24
1952	26.6			292		
1952–53		22,7	15		256	13
1956	49.7			521		
1957		39.0	24		420	20
1961	76.7			735		
1962		54.8	29		536	27
1966–68	108.4			995		
1970		69.3	36		631	37
awal 1972	100		—	900		—

dikenal indeks komposit Standard & Poor dari 500 saham. Yang kedua adalah Dow Jones Industrial Average (DJIA, atau "Dow") yang lebih terkenal, yang dimulai pada tahun 1897; terdiri dari 30 perusahaan, satu di antaranya adalah American Telephone & Telegraph dan 29 lainnya adalah perusahaan industri besar.¹

Bagan I, disajikan oleh Standard & Poor's, menggambarkan fluktuasi pasar dari indeks 425-saham industri dari 1900 hingga 1970. (Grafik terkait yang tersedia untuk DJIA akan terlihat sangat mirip.) Pembaca akan mencatat tiga cukup pola yang berbeda, masing-masing mencakup sekitar sepertiga dari 70 tahun. Yang pertama berlangsung dari tahun 1900 hingga 1924, dan sebagian besar menunjukkan serangkaian siklus pasar yang agak mirip yang berlangsung dari tiga hingga lima tahun. Kemajuan tahunan dalam periode ini rata-rata hanya sekitar 3%. Kami beralih ke pasar bull "Era Baru", yang berpuncak pada tahun 1929, dengan keruntuhannya yang mengerikan, diikuti oleh fluktuasi yang cukup tidak teratur sampai

1949. Membandingkan tingkat rata-rata tahun 1949 dengan tahun 1924, kami menemukan tingkat kemajuan tahunan hanya 1½%; maka penutupan periode kedua kami menemukan publik tidak antusias sama sekali untuk saham biasa. Dengan aturan yang berlawanan, waktunya sudah matang untuk awal dari pasar bull terbesar dalam sejarah kita, yang disajikan di sepertiga terakhir dari grafik kita. Fenomena ini mungkin telah mencapai puncaknya pada bulan Desember 1968 di 118 untuk 425 industri Standard & Poor (dan 108 untuk komposit 500-saham). Seperti yang ditunjukkan Tabel 3-1, ada kemunduran yang cukup penting antara tahun 1949 dan 1968 (terutama pada tahun 1956–57 dan 1961–62), tetapi pemulihannya begitu cepat sehingga harus dinominasikan (dalam semantik yang telah lama diterima) sebagai resesi di pasar bull tunggal, bukan sebagai siklus pasar yang terpisah. Antara level rendah 162 untuk "Dow" pada pertengahan 1949 dan level tertinggi 995 pada awal 1966, ½% setiap tahun. (Kemajuan untuk indeks komposit Standard & Poor agak lebih besar daripada DJIA — sebenarnya dari 14 menjadi 96.)

Pengembalian 14% dan lebih baik ini didokumentasikan pada tahun 1963, dan kemudian, dalam banyak penelitian yang dipublikasikan.*² Itu menciptakan kepuasan alami

* Penelitian ini, dalam bentuk akhirnya, adalah Lawrence Fisher dan James H. Lorie, "Tingkat Pengembalian Investasi dalam Saham Biasa: Tahun demi Tahun

BAGAN 1



di Wall Street dengan pencapaian yang begitu bagus, dan keyakinan yang cukup tidak logis dan berbahaya bahwa hasil yang sama menakjubkannya dapat diharapkan untuk saham biasa di masa depan. Hanya sedikit orang yang tampaknya terganggu oleh pemikiran bahwa tingkat kenaikan mungkin menunjukkan bahwa itu telah berlebihan. Penurunan selanjutnya dari

1968 tinggi ke rendah 1970 adalah 36% untuk komposit Standard & Poor (dan 37% untuk DJIA), yang terbesar sejak 44% menderita di 1939–1942, yang mencerminkan bahaya dan ketidakpastian setelah Pearl Harbor. Dengan cara dramatis yang menjadi ciri khas Wall Street, level terendah Mei 1970 diikuti oleh pemulihan besar-besaran dan cepat dari kedua rata-rata, dan pembentukan level tertinggi baru sepanjang masa untuk industri Standard & Poor di awal 1972. tingkat kenaikan harga antara tahun 1949 dan 1970 mencapai sekitar 9% untuk komposit S&P (atau indeks industri), menggunakan angka rata-rata untuk kedua tahun tersebut. Tingkat pendakian itu, tentu saja, jauh lebih besar daripada periode serupa sebelum 1950. (Tetapi dalam dekade terakhir tingkat kemajuan jauh lebih rendah—5¼% untuk indeks komposit S & P dan hanya 3% yang pernah dikenal untuk DJIA.)

Catatan pergerakan harga harus dilengkapi dengan angka yang sesuai untuk pendapatan dan dividen, untuk memberikan pandangan menyeluruh tentang apa yang telah terjadi pada ekonomi saham kita selama sepuluh dekade. Kami menyajikan konspektus semacam ini di Tabel kami

3-2 (hal. 71). Sangat bagus untuk mengharapkan dari pembaca bahwa dia mempelajari semua angka ini dengan hati-hati, tetapi untuk beberapa kami berharap mereka akan menarik dan instruktif.

Mari kita mengomentarnya sebagai berikut: Angka dekade penuh memperlancar fluktuasi dari tahun ke tahun dan meninggalkan gambaran umum tentang pertumbuhan yang persisten. Hanya dua dari sembilan dekade setelah yang pertama menunjukkan penurunan pendapatan dan harga rata-rata (tahun 1891–1900 dan 1931–1940), dan tidak ada dekade setelah 1900 yang menunjukkan penurunan dividen rata-rata. Namun tingkat pertumbuhan di ketiga kategori tersebut cukup bervariasi. Secara umum kinerja sejak Perang Dunia II telah lebih unggul dari dekade sebelumnya, tetapi kemajuan dalam 1960-an kurang menonjol dibandingkan tahun 1950-an. Investor hari ini

Rekam, 1926–65,” *The Journal of Business*, vol. XLI, tidak. 3 (Juli, 1968), hlm. 291–316. Untuk ringkasan pengaruh luas studi ini, lihat http://library.dfaus.com/reprints/work_of_art/.

tidak bisa mengatakan dari catatan ini berapa persentase keuntungan dalam dividen pendapatan dan harga yang mungkin dia harapkan dalam sepuluh tahun ke depan, tetapi itu memberikan semua dorongan yang dia butuhkan untuk kebijakan investasi saham biasa yang konsisten.

Namun, poin harus dibuat di sini yang tidak diungkapkan dalam tabel kami. Tahun 1970 ditandai dengan kemerosotan yang pasti dalam keseluruhan postur pendapatan perusahaan kita. Tingkat keuntungan atas modal yang diinvestasikan turun ke persentase terendah sejak tahun-tahun Perang Dunia. Hal yang sama mencoloknya adalah fakta bahwa sejumlah besar perusahaan melaporkan kerugian bersih untuk tahun ini; banyak yang menjadi “bermasalah secara finansial”, dan untuk pertama kalinya dalam tiga dekade ada beberapa proses kebangkrutan yang penting. Fakta-fakta ini sama seperti fakta lainnya telah mendorong pernyataan yang dibuat di atas* bahwa era ledakan besar mungkin telah berakhir pada tahun 1969–1970.

Fitur mencolok dari Tabel 3-2 adalah perubahan rasio harga/penghasilan sejak Perang Dunia II.[†] Pada bulan Juni 1949, indeks komposit S&P hanya terjual 6,3 kali lipat dari pendapatan yang berlaku selama 12 bulan terakhir; pada bulan Maret 1961 rasionya adalah 22,9 kali. Demikian pula, hasil dividen pada indeks S&P telah turun dari lebih dari 7% pada tahun 1949 menjadi hanya 3,0% pada tahun 1961, kontras yang meningkat dengan fakta bahwa suku bunga obligasi bermutu tinggi sementara itu telah meningkat dari 2,60% menjadi

4.50%. Ini tentu saja merupakan perubahan paling luar biasa dalam sikap publik dalam semua sejarah pasar saham.

Bagi orang-orang yang memiliki pengalaman panjang dan kehati-hatian bawaan, perjalanan dari satu ekstrem ke ekstrem lainnya membawa peringatan keras tentang masalah di depan. Mereka tidak bisa menahan diri untuk berpikir dengan khawatir tentang

Pasar banteng 1926–1929 dan akibat tragisnya. Namun ketakutan ini belum dikonfirmasi oleh acara tersebut. Benar, harga penutupan DJIA

* Lihat hlm. 50–52.

“Rasio harga/penghasilan” saham, atau rata-rata pasar seperti S&P

Indeks 500-saham, adalah alat sederhana untuk mengukur suhu pasar. Jika, misalnya, sebuah perusahaan memperoleh laba bersih \$1 per saham selama setahun terakhir, dan sahamnya dijual dengan harga \$8,93 per saham, rasio harga/penghasilannya adalah

8.93; jika, bagaimanapun, saham tersebut dijual pada \$69,70, maka rasio harga/penghasilan akan menjadi 69,7. Secara umum, rasio harga/penghasilan (atau rasio "P/E") di bawah 10 dianggap rendah, antara 10 dan 20 dianggap sedang, dan lebih besar dari 20 dianggap mahal. (Untuk lebih lanjut tentang rasio P/E, lihat hal. 168.)

TSANGGUP 3-2 SEBUAH Gambar dari Pasar saham Pertunjukan, 1871–1970^{sebuah}

<i>Period e</i>	<i>Rata-rata Harga</i>	<i>Rata-rata Pendapatan</i>	<i>Rata-rata Rasio P/E</i>	<i>Dividen Rata-rata</i>	<i>Rata-rata Meng hasilkan</i>	<i>Rata-rata Pembayaran</i>	<i>Tahunan growth Kecepatan^b</i>	
1871–1880	3.58	0,32	11,3	0,21	6,0%	67%	—	—
1881–1890	5.00	0.32	15.6	0.24	4.7	75	– 0,64%	–0,66%
1891–1900	4.65	0,30	15.5	0.19	4.0	64	– 1.04	–2.23
1901–1910	8.32	0.63	13.1	0.35	4.2	58	+ 6.91	+5.33
1911–1920	8.62	0,86	10.0	0,50	5.8	58	+ 3,85	+3,94
1921–1930	13.89	1.05	13.3	0,71	5.1	68	+ 2.84	+2.29
1931–1940	11.55	0.68	17.0	0,78	5.1	85	– 2.15	–0,23
1941–1950	13.90	1.46	9.5	0,87	6.3	60	+10.60	+3,25
1951–1960	39.20	3,00	13.1	1.63	4.2	54	+ 6.74	+5,90
1961–1970	82,50	4.83	17.1	2.68	3.2	55	+ 5,80 ^c	+5,40 ^c
1954–1956	38.19	2.56	15.1	1.64	4.3	65	+ 2.40 ^d	+7,80 ^d
1961–1963	66.10	3.66	18.1	2.14	3.2	58	+ 5.15 ^d	+4.42 ^d
1968–1970	93.25	5.60	16.7	3.13	3.3	56	+ 6.30 ^d	+5.60 ^d

^{sebuah}Data berikut sebagian besar didasarkan pada angka-angka yang muncul dalam artikel N. Molodovsky, “Nilai Saham dan Harga Saham,” Jurnal Analisis Keuangan, Mei 1960. Ini, pada gilirannya, diambil dari buku Komisi Cowles Common Stock Indexes selama bertahun-tahun sebelum 1926 dan dari indeks komposit 500 saham Standard & Poor's yang disambung untuk tahun 1926 hingga saat ini.

^bAngka tingkat pertumbuhan tahunan adalah kompilasi Molodovsky yang mencakup periode 21 tahun berturut-turut yang berakhir pada tahun 1890, 1900, dll.

^cTingkat pertumbuhan untuk tahun 1968–1970 vs. 1958–1960.

^dAngka-angka tingkat pertumbuhan ini adalah untuk tahun 1954–1956 vs. 1947–1949, 1961–1963 vs. 1954–1956, dan untuk tahun 1968–1970 vs. 1958–1960.

pada tahun 1970 sama dengan 6½bertahun-tahun sebelumnya, dan "Soaring Sixties" yang banyak digembar-gemborkan terbukti sebagian besar merupakan barisan mendaki bukit-bukit tinggi dan kemudian turun lagi. Tetapi tidak ada yang terjadi baik pada bisnis atau harga saham yang dapat dibandingkan dengan pasar beruang dan depresi tahun 1929–1932.

Tingkat Pasar Saham di Awal 1972

Dengan perspektif saham, harga, pendapatan, dan dividen selama satu abad di depan mata kita, mari kita coba menarik beberapa kesimpulan tentang level 900 untuk DJIA dan 100 untuk indeks komposit S&P pada Januari 1972.

Dalam setiap edisi sebelumnya, kami telah membahas tingkat pasar saham pada saat penulisan, dan berusaha menjawab pertanyaan apakah itu terlalu tinggi untuk pembelian konservatif. Pembaca mungkin merasa perlu untuk meninjau kembali kesimpulan-kesimpulan yang kami capai pada kesempatan-kesempatan sebelumnya. Ini tidak sepenuhnya merupakan latihan untuk menghukum diri sendiri. Ini akan menyediakan semacam jaringan penghubung yang menghubungkan berbagai tahap pasar saham dalam dua puluh tahun terakhir dan juga gambaran yang diambil dari kehidupan tentang kesulitan yang dihadapi siapa pun yang mencoba untuk mencapai penilaian yang tepat dan kritis tentang tingkat pasar saat ini. el. Mari kita, pertama-tama, mereproduksi ringkasan analisis 1948, 1953, dan 1959 yang kami berikan dalam edisi 1965:

Pada tahun 1948 kami menerapkan standar konservatif pada tingkat Dow Jones 180, dan tidak menemukan kesulitan dalam mencapai kesimpulan bahwa "itu tidak terlalu tinggi dalam kaitannya dengan nilai-nilai yang mendasarinya." Ketika kami mendekati masalah ini pada tahun 1953, tingkat pasar rata-rata untuk tahun itu telah mencapai 275, keuntungan lebih dari 50% dalam lima tahun. Kami mengajukan pertanyaan yang sama kepada diri kami sendiri—yaitu, "apakah menurut kami level 275 untuk Dow Jones Industrials adalah atau tidak terlalu tinggi untuk investasi yang sehat." Mengingat kemajuan spektakuler berikutnya, mungkin tampak aneh untuk melaporkan bahwa sama sekali tidak mudah bagi kita untuk mencapai kesimpulan definitif mengenai daya tarik tingkat 1953. Kami memang mengatakan,

cukup positif, bahwa “dari sudut pandang indikasi nilai —panduan investasi utama kami—kesimpulan tentang harga saham tahun 1953 pasti menguntungkan.

masa lalu, dan bahwa tingkat absolutnya secara historis tinggi. Menetapkan faktor-faktor ini terhadap penilaian nilai yang menguntungkan kami, kami menyarankan kebijakan yang berhati-hati atau kompromi. Ternyata, ini bukanlah nasihat yang sangat brilian. Seorang nabi yang baik akan meramalkan bahwa tingkat pasar akan meningkat 100% dalam lima tahun ke depan. Mungkin kita harus menambahkan untuk membela diri bahwa sedikit jika ada di antara mereka yang bisnisnya memperkirakan pasar saham—sebagaimana milik kita tidak—memiliki firasat yang lebih baik daripada yang kita lakukan tentang apa yang ada di depan.

Pada awal tahun 1959 kami menemukan DJIA pada titik tertinggi sepanjang masa 584. Analisis panjang kami yang dibuat dari semua sudut pandang dapat diringkas sebagai berikut (dari halaman 59 edisi 1959): "Singkatnya, kami merasa terdorong untuk menyatakan kesimpulan bahwa tingkat harga saham saat ini berbahaya. Ini mungkin berbahaya karena harga sudah terlalu tinggi. Tetapi bahkan jika ini tidak terjadi, momentum pasar seperti mau tidak mau membawanya ke ketinggian yang tidak dapat dibenarkan. Terus terang, kita tidak bisa membayangkan pasar masa depan di mana tidak akan pernah ada kerugian serius, dan di mana, setiap tyro akan dijamin untung besar atas pembelian sahamnya."

Kehati-hatian yang kami ungkapkan pada tahun 1959 agak lebih baik dibenarkan oleh sekuel daripada sikap kami yang sesuai pada tahun 1954. Namun itu jauh dari sepenuhnya dibenarkan. DJIA maju ke 685 pada tahun 1961; kemudian turun sedikit di bawah level 584 kami (menjadi 566) di akhir tahun; maju lagi menjadi 735 pada akhir 1961; dan kemudian menurun hampir panik menjadi 536 pada Mei 1962, menunjukkan kerugian 27% dalam waktu singkat enam bulan. Pada saat yang sama terjadi penyusutan yang jauh lebih serius dalam "saham pertumbuhan" yang paling populer—seperti yang dibuktikan dengan jatuhnya secara mencolok pemimpin yang tak terbantahkan, International Business Machines, dari 607 pada bulan Desember 1961 ke level terendah 300 pada bulan Juni. 1962.

Periode ini melihat bencana total di sejumlah saham biasa yang baru diluncurkan dari perusahaan kecil — yang disebut hot issue — yang telah ditawarkan kepada publik dengan harga yang sangat tinggi dan kemudian telah didorong lebih jauh oleh spekulasi yang tidak perlu ke tingkat yang tidak terlalu tinggi. gila. Banyak dari

mereka kehilangan 90% dan lebih dari kutipan hanya dalam beberapa bulan.

Keruntuhan pada paruh pertama tahun 1962 membingungkan, jika bukan bencana, bagi banyak spekulan yang mengakui dirinya sendiri dan mungkin

kepada banyak orang yang lebih tidak bijaksana yang menyebut diri mereka “investor.” Namun perubahan haluan yang terjadi akhir tahun itu juga tidak terduga oleh komunitas keuangan. Rata-rata pasar saham kembali naik, menghasilkan urutan berikut:

	<i>DJIA</i>	<i>Standar & Miskin Komposit 500-Saham</i>
Desember 1961	735	72.64
Juni 1962	536	52.32
Nopember 1964	892	86.28

Pemulihan dan kenaikan baru harga saham biasa memang luar biasa dan menciptakan revisi yang sesuai dari sentimen Wall Street. Pada level rendah bulan Juni 1962, prediksi tampak dominan bearish, dan setelah pemulihan parsial hingga akhir tahun itu, prediksi tersebut beragam, condong ke sisi skeptis. Tetapi pada awal tahun 1964 optimisme alami dari perusahaan pialang kembali terwujud; hampir semua perkiraan berada di sisi bullish, dan terus berlanjut hingga kenaikan tahun 1964.

Kami kemudian mendekati tugas menilai tingkat pasar saham November 1964 (892 untuk DJIA). Setelah mendiskusikannya secara mendalam dari berbagai sudut, kami mencapai tiga kesimpulan utama. Yang pertama adalah bahwa “standar lama (penilaian) tampaknya tidak dapat diterapkan; standar baru belum diuji oleh waktu.” Yang kedua adalah bahwa investor “harus mendasarkan kebijakannya pada adanya ketidakpastian besar. Kemungkinan mencakup ekstrem, di satu sisi, dari kemajuan yang berlarut-larut dan lebih jauh di tingkat pasar—katakanlah sebesar 50%, atau hingga 1350 untuk DJIA; atau, di sisi lain, dari keruntuhan yang sebagian besar tidak diketahui dari besaran yang sama, membawa rata-rata di sekitar, katakanlah, 450” (hal. 63). Yang ketiga dinyatakan dalam istilah yang jauh lebih pasti. Kami mengatakan: “Berbicara terus terang, jika tingkat harga tahun 1964 tidak terlalu tinggi, bagaimana kita dapat mengatakan bahwa tingkat harga mana pun terlalu tinggi?” Dan bab ini ditutup sebagai berikut:

KURSUS APA YANG HARUS DIIKUTI

Investor tidak boleh menyimpulkan bahwa tingkat pasar tahun 1964 berbahaya hanya karena mereka membacanya dalam buku ini. Mereka harus menimbang alasan kita dengan alasan sebaliknya yang akan mereka dengar dari orang-orang yang paling kompeten dan berpengalaman di Wall Street. Pada akhirnya setiap orang harus membuat keputusannya sendiri dan menerima tanggung jawab untuk itu. Kami menyarankan, bagaimanapun, bahwa jika investor ragu-ragu ke arah mana ia harus memilih jalan hati-hati. Prinsip-prinsip penanaman modal, sebagaimana dinyatakan di sini, memerlukan kebijakan berikut di bawah kondisi tahun 1964, dalam urutan urgensi:

1. Tidak ada pinjaman untuk membeli atau menahan surat berharga.
2. Tidak ada peningkatan proporsi dana yang dimiliki pada saham biasa.
3. Pengurangan kepemilikan saham biasa jika diperlukan untuk membawa
 - hingga maksimal 50 persen dari total portofolio. Itu
 - pajak capital gain harus dibayar dengan sebaik-baiknya,
 - dan hasil yang diinvestasikan dalam obligasi kualitas pertama
 - atau disimpan sebagai
 - simpanan tabungan.

Investor yang untuk beberapa waktu telah mengikuti rencana rata-rata biaya dolar yang bonafid dapat secara logis memilih untuk melanjutkan pembelian berkala mereka tidak berubah atau menanggukannya sampai mereka merasa tingkat pasar tidak lagi berbahaya. Kami harus menyarankan dengan tegas terhadap inisiasi rencana rata-rata dolar baru pada tingkat akhir tahun 1964, karena banyak investor tidak akan memiliki stamina untuk mengejar skema seperti itu jika hasil segera setelah inisiasi tampak sangat tidak menguntungkan.

Kali ini kami dapat mengatakan bahwa kehati-hatian kami terbukti. DJIA naik sekitar 11% lebih jauh, menjadi 995, tetapi kemudian turun secara tidak teratur ke level terendah 632 pada tahun 1970, dan berakhir pada tahun itu pada 839. Jenis bencana yang sama

terjadi pada harga "isu panas"—yaitu, dengan penurunan berjalan sebanyak 90%—seperti yang terjadi pada kemunduran 1961–62. Dan, seperti yang ditunjukkan dalam Pendahuluan, seluruh gambaran keuangan tampaknya telah berubah ke arah berkurangnya antusiasme dan keraguan yang lebih besar. Satu fakta dapat meringkas ceritanya: DJIA menutup tahun 1970 pada tingkat yang lebih rendah dari enam tahun sebelumnya—pertama kali hal seperti itu terjadi sejak 1944.

Begitulah upaya kami untuk mengevaluasi tingkat pasar saham sebelumnya. Adakah yang bisa kami dan pembaca kami pelajari dari mereka? Kami menganggap tingkat pasar menguntungkan untuk investasi pada tahun 1948 dan 1953 (tetapi terlalu hati-hati pada tahun terakhir), "berbahaya" pada tahun 1959 (pada 584 untuk DJIA), dan "terlalu tinggi" (pada 892) pada tahun 1964. penilaian ini dapat dipertahankan bahkan hari ini dengan argumen yang cerdas. Tetapi diragukan apakah mereka berguna seperti nasihat pejalan kaki kita yang lebih banyak — mendukung kebijakan saham biasa yang konsisten dan terkendali di satu sisi, dan mengecilkan upaya untuk "mengalahkan pasar" atau "memilih pemenang" di sisi lain.

Meskipun demikian kami pikir pembaca kami dapat memperoleh beberapa manfaat dari pertimbangan baru tentang tingkat pasar saham — kali ini pada akhir tahun 1971 — bahkan jika apa yang kami katakan akan terbukti lebih menarik daripada berguna secara praktis, atau lebih indikatif daripada konklusif. . Ada bagian yang bagus di dekat awal Etika Aristoteles yang berbunyi: "Ini adalah tanda dari pikiran yang berpendidikan untuk mengharapkan jumlah ketepatan yang diakui oleh sifat subjek tertentu. Juga tidak masuk akal untuk hanya menerima kesimpulan yang mungkin dari seorang ahli matematika dan menuntut demonstrasi yang ketat dari seorang orator." Pekerjaan seorang analis keuangan berada di tengah-tengah antara ahli matematika dan orator.

Pada berbagai waktu di tahun 1971, Dow Jones Industrial Average berdiri di level 892 pada November 1964 yang kami pertimbangkan dalam edisi sebelumnya. Namun dalam studi statistik ini kami telah memutuskan untuk menggunakan tingkat harga dan data terkait untuk indeks komposit Standard & Poor (atau S&P 500), karena lebih komprehensif dan mewakili pasar umum daripada DJIA 30-saham. . Kami akan berkonsentrasi pada perbandingan bahan ini di dekat empat tanggal edisi kami sebelumnya — yaitu akhir tahun 1948, 1953, 1958 dan 1963—ditambah 1968; untuk tingkat harga saat ini kita akan mengambil angka yang tepat dari 100, yang didaftarkan pada berbagai waktu pada tahun 1971 dan pada awal tahun 1972. Data yang menonjol disajikan dalam Tabel 3-3. Untuk angka pendapatan kami, kami menyajikan pertunjukan tahun lalu dan rata-rata tiga tahun kalender; untuk dividen tahun 1971 kami menggunakan angka dua belas bulan terakhir; dan untuk bunga obligasi 1971 dan harga grosir Agustus 1971.

Rasio harga/penghasilan 3 tahun untuk pasar lebih rendah pada Oktober 1971 daripada pada akhir tahun 1963 dan 1968. Itu hampir sama seperti pada tahun 1958, tetapi jauh lebih tinggi daripada di tahun-tahun awal bull panjang

TSANGGUP 3-3 Data berhubungan ke Standar & Miskin's Gabungan Indeks di Vpenasaran kamutelinga

<i>Tahun</i> ^{sebuah}	1948	1953	1958	1963	1968	1971
Harga penutup	15.20	24.81	55.21	75.02	103,9	100 ^d
Diperoleh pada tahun berjalan	2.24	2.51	2.89	4.02	5.76	5.23
Penghasilan rata-rata 3 tahun terakhir	1.65	2.44	2.22	3.63	5.37	5.53
Dividen tahun berjalan	.93	1.48	1.75	2.28	2.99	3.10
Bunga obligasi bermutu tinggi ^{sebuah}	2,77%	3,08%	4,12%	4.36%	6,51%	7,57%
Indeks harga grosir	87.9	92,7	100,4	105.0	108.7	114.3
Rasio:						
Harga/penghasilan tahun lalu	6.3	9.9	18.4	18.6	18.0	19.2
Harga/3-tahun penghasilan	9.2	10.2	17.6	20.7	19.5	18.1
"Hasil pendapatan" 3 tahun ^c	10,9%	9,8%	5,8%	4,8%	5,15%	5,53%
Hasil dividen	5,6%	5,5%	3,3%	3,04%	2,87%	3,11%
Hasil pendapatan saham/hasil	3.96	3.20	1.41	1.10	.80	0,72
Hasil dividen/hasil obligasi	2.1	1.8	.80	.70	.44	.41
Penghasilan/nilai buku ^e	11,2%	11,8%	12,8%	10,5%	11,5%	11,5%

^{sebuah}Hasil pada obligasi S & P AAA.

^bTahun kalender pada tahun 1948–1968, ditambah tahun yang berakhir pada Juni 1971.

^c"Penghasilan pendapatan" berarti pendapatan dibagi dengan harga, dalam %.

^dHarga pada Oktober 1971, setara dengan 900 untuk DJIA.

^eAngka rata-rata tiga tahun.

pasar. Indikator penting ini, dengan sendirinya, tidak dapat ditafsirkan untuk menunjukkan bahwa pasar sangat tinggi di bulan Januari

1972. Tetapi ketika hasil bunga pada obligasi bermutu tinggi dibawa ke dalam gambaran, implikasinya menjadi jauh lebih tidak menguntungkan. Pembaca akan mencatat dari tabel kami bahwa rasio pengembalian saham (pendapatan/harga) terhadap pengembalian obligasi telah tumbuh lebih buruk selama seluruh periode, sehingga angka Januari 1972 kurang menguntungkan saham, dengan kriteria ini, daripada di mana pun. tahun-tahun sebelumnya yang diperiksa. Ketika hasil dividen dibandingkan dengan hasil obligasi, kami menemukan bahwa hubungan itu benar-benar terbalik antara tahun 1948 dan 1972. Pada awal tahun saham menghasilkan dua kali lipat obligasi; sekarang obligasi menghasilkan dua kali lebih banyak, dan lebih banyak, daripada saham.

Penilaian terakhir kami adalah bahwa perubahan yang merugikan dalam rasio hasil obligasi/hasil saham sepenuhnya mengimbangi rasio harga/pendapatan yang lebih baik untuk akhir tahun 1971, berdasarkan angka pendapatan 3 tahun. Oleh karena itu, pandangan kami tentang tingkat pasar awal tahun 1972 akan cenderung sama seperti sekitar 7 tahun yang lalu—yaitu, bahwa itu tidak menarik dari sudut pandang investasi konservatif. (Ini akan berlaku untuk sebagian besar

Kisaran harga tahun 1971 DJIA: antara, katakanlah, 800 dan 950.)

Dalam hal ayunan pasar historis, gambaran tahun 1971 akan tetap tampaknya menjadi salah satu pemulihan yang tidak teratur dari kemunduran yang buruk.

ditawarkan pada tahun 1969-1970. Di masa lalu, pemulihan semacam itu telah mengantarkan a

tahap baru dari pasar bull yang berulang dan persisten yang dimulai pada tahun

1949. (Ini adalah ekspektasi Wall Street pada umumnya selama 1971.) Setelah pengalaman buruk yang dialami oleh pembeli publik dari

penawaran saham biasa kelas rendah dalam siklus 1968-1970, itu juga awal (pada tahun 1971) untuk putaran lain dari komidi putar edisi baru.

Oleh karena itu, tanda bahaya yang dapat diandalkan di pasar adalah kurang sekarang, seperti pada level 892 DJIA pada bulan November

1964, dipertimbangkan dalam edisi kami sebelumnya. Secara teknis, kemudian, out-tampilan akan tampak mendukung kenaikan substansial lain jauh melampaui 900 level DJIA sebelum kemunduran atau keruntuhan serius berikutnya. Tapi kita tidak bisa begitu saja meninggalkan masalah di sana, seperti yang seharusnya kita lakukan. Untuk kita, pengabaian pasar awal tahun 1971 terhadap pengalaman mengerikan dari kurang dari setahun sebelumnya adalah tanda yang menggelisahkan. Bisakah kelalaian seperti itu? pergi tanpa hukuman? Kami pikir investor harus siap menghadapi kesulitan waktu kultus di depan — mungkin dalam bentuk pemutaran ulang yang cukup cepat dari penurunan 1969-1970, atau mungkin dalam bentuk bull- lain lemparan pasar, yang akan diikuti oleh keruntuhan yang lebih dahsyat.³

Kursus apa yang harus diikuti?

Kembali ke apa yang kami katakan di edisi terakhir, direproduksi di hal. 75. Ini adalah pandangan kami pada tingkat harga yang sama—katakanlah 900—untuk DJIA pada awal tahun 1972 seperti pada akhir tahun 1964.

KOMENTAR PADA BAB 3

Anda harus berhati-hati jika Anda tidak tahu kemana Anda pergi,
karena Anda mungkin tidak sampai di sana.

—Yogi Berra

BU LL-MAR K ET B AL ON EY

Dalam bab ini, Graham menunjukkan betapa profetiknya dia. Dia melihat dua tahun ke depan, meramalkan pasar beruang "bencana" dari 1973–1974, di mana saham AS kehilangan 37% dari nilainya.¹ Dia juga melihat lebih dari dua dasawarsa ke masa depan, mengosongkan logika para ahli pasar dan buku-buku terlaris yang bahkan tidak ada di cakrawala di masa hidupnya.

Inti dari argumen Graham adalah bahwa investor yang cerdas tidak boleh meramalkan masa depan secara eksklusif dengan mengekstrapolasi masa lalu. Sayangnya, itulah kesalahan yang dilakukan satu demi satu cendekiawan di tahun 1990-an. Aliran buku bullsh mengikutu saham profesor keuangan Wharton Jeremy Siegel untuk Jangka Panjang (1994)—yang berpuncak, dalam crescendo liar, dengan James Glassman dan Dow Kevin Hassett.

36.000, Dow 40.000 David Elias, dan Dow . Charles Kadlec 100.000 (semua diterbitkan pada tahun 1999). Para peramal berpendapat bahwa saham telah kembali rata-rata tahunan sebesar 7% setelah inflasi sejak 1802. Oleh karena itu, mereka menyimpulkan, itulah yang diharapkan investor di masa depan.

Beberapa banteng melangkah lebih jauh. Karena saham telah "selalu" mengalahkan obligasi selama periode setidaknya 30 tahun, saham harus kurang berisiko daripada obligasi atau bahkan uang tunai di bank. Dan jika Anda dapat menghilangkan semua risiko memiliki saham hanya dengan bertahan cukup lama, lalu mengapa

¹Jika dividen tidak dimasukkan, saham turun 47,8% dalam dua tahun itu.

berdalih tentang berapa banyak Anda membayar untuk mereka di tempat pertama? (Untuk mengetahui alasannya, lihat bilah sisi di hal. 82.)

Pada 1999 dan awal 2000, omong kosong pasar banteng ada di mana-mana:

- Pada tanggal 7 Desember 1999, Kevin Landis, manajer portofolio reksa dana Firsthand, muncul di siaran CNN Moneyline. Ditanya apakah saham telekomunikasi nirkabel dinilai terlalu tinggi—dengan banyak yang memperdagangkan dengan kelipatan tak terbatas dari pendapatan mereka—Landis memiliki jawaban yang siap. "Ini bukan mania," balasny. "Lihatlah pertumbuhan langsung, nilai absolut dari pertumbuhan itu. Itu besar."
- Pada tanggal 18 Januari 2000, Robert Froelich, kepala strategi investasi di Kemper Funds, menyatakan di Wall Street Journal: "Ini adalah tatanan dunia baru. Kami melihat orang-orang membuang semua perusahaan yang tepat dengan semua orang yang tepat dengan visi yang tepat karena harga saham mereka terlalu tinggi—itulah kesalahan terburuk yang bisa dilakukan oleh seorang investor."
- Dalam BusinessWeek edisi 10 April 2000, Jeffrey M. Applegate, saat itu kepala strategi investasi di Lehman Brothers, bertanya secara retorik: "Apakah pasar saham lebih berisiko hari ini daripada dua tahun lalu hanya karena harga lebih tinggi? Jawabannya adalah tidak."

Tapi jawabannya adalah ya. Selalu begitu. Akan selalu begitu.

Dan ketika Graham bertanya, "Dapatkah kelalaian seperti itu dibiarkan begitu saja?" dia tahu bahwa jawaban abadi untuk pertanyaan itu adalah tidak. Seperti dewa Yunani yang murka, pasar saham menghancurkan semua orang yang percaya bahwa keuntungan tinggi di akhir 1990-an adalah semacam hak ilahi. Lihat saja bagaimana perkiraan Landis, Froelich, dan Applegate itu bertahan:

- Dari tahun 2000 hingga 2002, saham nirkabel peliharaan Landis yang paling stabil, Nokia, "hanya" kehilangan 67%—sementara yang terburuk, Winstar Communications, kehilangan 99,9%.
- Saham favorit Froelich—Cisco Systems dan Motorola—jatuh lebih dari 70% pada akhir tahun 2002. Investor kehilangan lebih dari \$400 miliar di Cisco saja—lebih dari gabungan hasil ekonomi tahunan Hong Kong, Israel, Kuwait, dan Singapura.
- Pada April 2000, ketika Applegate mengajukan pertanyaan retoriknya, Dow Jones Industrials berdiri di 11.187; NASDAQ Composite Index berada di 4446. Pada akhir 2002, Dow tertatih-tatih di sekitar level 8.300, sementara NASDAQ telah melemah sekitar

1300—menghapus semua keuntungannya selama enam tahun sebelumnya.

SU RVIV AL DARI TH EFA TTE ST

Ada kesalahan fatal dalam argumen bahwa saham "selalu" mengalahkan obligasi dalam jangka panjang: Angka yang dapat diandalkan sebelum tahun 1871 tidak ada. Indeks yang digunakan untuk mewakili pengembalian awal pasar saham AS mengandung sedikitnya tujuh (ya, 7!) saham.¹Oleh

1800, bagaimanapun, ada sekitar 300 perusahaan di Amerika (banyak di Internet setara Jeffersonian: jalan tol kayu dan kanal). Sebagian besar bangkrut, dan investor mereka kehilangan celana dalamnya.

Tetapi indeks saham mengabaikan semua perusahaan yang bangkrut pada tahun-tahun awal itu, masalah yang secara teknis dikenal sebagai "bias bertahan hidup." Jadi, indeks-indeks ini sangat melebih-lebihkan hasil yang diperoleh investor kehidupan nyata—yang tidak memiliki tinjauan 20/20 yang diperlukan untuk mengetahui dengan tepat tujuh saham mana yang harus dibeli. Segelintir perusahaan yang sepi, termasuk Bank of New York dan JP Morgan Chase, terus berkembang pesat sejak tahun 1790-an. Tetapi untuk setiap orang yang selamat secara ajaib, ada ribuan bencana keuangan seperti Dismal Swamp Canal Co., Pennsylvania Cultivation of Vines Co., dan Snickers's Gap Turnpike Co.—semuanya dihilangkan dari indeks saham "historis".

Data Jeremy Siegel menunjukkan bahwa, setelah inflasi, dari tahun 1802 hingga 1870 saham naik 7,0% per tahun, obligasi 4,8%, dan uang tunai 5,1%. Tetapi Elroy Dimson dan rekan-rekannya di London Business School memperkirakan bahwa pengembalian saham sebelum tahun 1871 dilebih-lebihkan oleh setidaknya dua poin persentase per tahun.²Jadi, di dunia nyata, saham tidak lebih baik daripada uang tunai dan obligasi—dan mungkin sedikit lebih buruk. Siapa pun yang mengklaim bahwa catatan jangka panjang "membuktikan" bahwa saham dijamin mengungguli obligasi atau uang tunai adalah orang bodoh.

¹Pada tahun 1840-an, indeks-indeks ini telah melebar hingga mencakup maksimum tujuh saham keuangan dan 27 saham kereta api—masih merupakan sampel yang tidak mewakili pasar saham muda Amerika yang kacau balau.

²Lihat Jason Zweig, "New Cause for Caution on Stocks," Time, 6 Mei 2002, hlm. 71. Seperti yang ditunjukkan Graham pada hal. 65, bahkan indeks saham antara tahun 1871 dan 1920-an mengalami bias kelangsungan hidup, berkat ratusan perusahaan mobil, penerbangan, dan radio yang bangkrut tanpa jejak.

Pengembalian ini juga mungkin dilebih-lebihkan oleh satu hingga dua poin persentase.

THE HIGHER THEY GO, HARDER THEY FALL

Sebagai penangkal abadi untuk omong kosong pasar banteng semacam ini, Graham mendesak investor yang cerdas untuk mengajukan beberapa pertanyaan sederhana dan skeptis. Mengapa pengembalian saham di masa depan harus selalu sama dengan pengembalian di masa lalu? Ketika setiap investor percaya bahwa saham dijamin menghasilkan uang dalam jangka panjang, bukankah pasar akan menjadi terlalu mahal? Dan begitu itu terjadi, bagaimana pengembalian di masa depan bisa tinggi?

Jawaban Graham, seperti biasa, berakar pada logika dan akal sehat. Nilai dari setiap investasi adalah, dan harus selalu, merupakan fungsi dari harga yang Anda bayar untuk itu. Pada akhir 1990-an, inflasi mereda, keuntungan perusahaan tampak meningkat, dan sebagian besar dunia damai. Tapi itu tidak berarti—juga tidak pernah berarti—bahwa saham layak dibeli dengan harga berapa pun. Karena laba yang dapat diperoleh perusahaan terbatas, harga yang harus bersedia dibayar investor untuk saham juga harus terbatas.

Pikirkan seperti ini: Michael Jordan mungkin adalah pemain bola basket terhebat sepanjang masa, dan dia menarik para penggemar ke Stadion Chicago seperti elektromagnet raksasa. Chicago Bulls mendapat tawaran dengan membayar Jordan hingga \$34 juta per tahun untuk memantulkan bola kulit besar di sekitar lantai kayu. Tapi itu tidak berarti Bulls akan dibenarkan membayarnya \$340 juta, atau \$3,4 miliar, atau \$34 miliar, per musim.

THE LIMITS OF OPTIMISME

Berfokus pada pengembalian pasar baru-baru ini ketika mereka sedang cerah, Graham memperingatkan, akan mengarah pada "kesimpulan yang cukup tidak logis dan berbahaya bahwa hasil yang sama menakjubkannya dapat diharapkan untuk saham biasa di masa depan." Dari tahun 1995 hingga 1999, saat pasar naik setidaknya

20% setiap tahun—gelombang yang belum pernah terjadi sebelumnya dalam sejarah Amerika—pembeli saham menjadi semakin optimis:

- Pada pertengahan 1998, investor yang disurvei oleh Gallup Organization untuk perusahaan pialang PaineWebber memperkirakan portofolio mereka akan menghasilkan rata-rata sekitar 13% selama tahun yang akan datang. Pada awal tahun 2000, rata-rata pengembalian yang diharapkan telah melonjak menjadi lebih dari 18%.

- "Profesional yang canggih" sama bullisahnya, mendongkrak asumsi mereka sendiri tentang pengembalian di masa depan. Pada tahun 2001, misalnya, SBC Communications menaikkan proyeksi pengembalian dana pensiunnya dari 8,5% menjadi 9,5%. Pada tahun 2002, asumsi tingkat pengembalian rata-rata atas rencana pensiun perusahaan-perusahaan dalam indeks 500-saham Standard & Poor telah membengkak ke rekor tertinggi 9,2%.

Tindak lanjut cepat menunjukkan akibat buruk dari antusiasme yang berlebihan:

- Gallup menemukan pada tahun 2001 dan 2002 bahwa ekspektasi rata-rata pengembalian satu tahun atas saham telah merosot menjadi 7%—meskipun investor sekarang dapat membeli dengan harga hampir 50% lebih rendah daripada di 2000.²
- Asumsi gung-ho tentang pengembalian dana pensiun mereka akan merugikan perusahaan di S&P 500 minimal sebesar \$32 miliar antara tahun 2002 dan 2004, menurut Wall . baru-baru ini Perkiraan jalan.

Meskipun semua investor tahu bahwa mereka seharusnya membeli rendah dan menjual tinggi, dalam praktiknya mereka sering berakhir mundur. Peringatan Graham dalam bab ini sederhana: "Dengan aturan yang berlawanan," semakin antusias investor terhadap pasar saham dalam jangka panjang, semakin yakin mereka terbukti salah dalam jangka pendek. Pada tanggal 24 Maret 2000, nilai total pasar saham AS mencapai puncaknya pada \$14,75 triliun. Pada 9 Oktober 2002, hanya 30 bulan kemudian, total

Pasar saham AS bernilai \$7,34 triliun, atau 50,2% lebih sedikit—kerugian sebesar

\$7,41 triliun. Sementara itu, banyak pakar pasar berubah menjadi bearish masam, memprediksi imbal hasil pasar yang datar atau bahkan negatif selama bertahun-tahun—bahkan puluhan tahun—yang akan datang.

Pada titik ini, Graham akan mengajukan satu pertanyaan sederhana: Mengingat betapa salahnya para "ahli" terakhir kali mereka menyetujui sesuatu, mengapa investor yang cerdas harus mempercayai mereka sekarang?

²Harga saham yang lebih murah tersebut tentunya tidak berarti harapan investor akan return saham sebesar 7% akan terwujud.

APA BERIKUTNYA?

Alih-alih, mari kita singkirkan kebisingan dan pikirkan tentang pengembalian di masa depan seperti yang mungkin dilakukan Graham.

Kinerja pasar saham tergantung pada tiga faktor:

- pertumbuhan riil (kenaikan pendapatan dan dividen perusahaan)
- pertumbuhan inflasi (kenaikan umum harga di seluruh perekonomian)
- pertumbuhan spekulatif—atau penurunan (setiap kenaikan atau penurunan selera publik yang berinvestasi terhadap saham)

Dalam jangka panjang, pertumbuhan tahunan laba per saham perusahaan rata-rata 1,5% hingga 2% (tidak termasuk inflasi).³ Pada awal tahun 2003, inflasi berjalan sekitar 2,4% per tahun; hasil dividen pada saham adalah 1,9%. Jadi,

$$\begin{array}{r}
 1,5\% \text{ hingga} \\
 2\% \\
 + 2,4\% \\
 + 1,9\% \\
 \hline
 = 5,8\% \text{ hingga} \\
 6,3\%
 \end{array}$$

Dalam jangka panjang, itu berarti Anda dapat secara wajar mengharapkan saham rata-rata kembali sekitar 6% (atau 4% setelah inflasi). Jika publik investasi menjadi serakah lagi dan mengirim saham kembali ke orbit, maka demam spekulatif itu untuk sementara akan mendorong pengembalian lebih tinggi. Sebaliknya, jika investor penuh ketakutan, seperti pada tahun 1930-an dan 1970-an, pengembalian saham akan turun sementara. (Di situlah kita berada 2003.)

Robert Shiller, seorang profesor keuangan di Universitas Yale, mengatakan Graham mengilhami pendekatan penilaiannya: Shiller membandingkan harga indeks 500 saham Standard & Poor saat ini dengan rata-rata keuntungan perusahaan selama 10 tahun terakhir (setelah inflasi). Dengan memindai catatan sejarah, Shiller telah menunjukkan bahwa ketika rasionya berjalan jauh di atas 20, pasar biasanya memberikan pengembalian yang buruk sesudahnya; ketika turun dengan baik

³Lihat Jeremy Siegel, Saham untuk Jangka Panjang (McGraw-Hill, 2002), hlm. 94, dan Robert Arnott dan William Bernstein, “The Two Percent Dilution,” kertas kerja, Juli, 2002.

di bawah 10, saham biasanya menghasilkan keuntungan besar di kemudian hari. Pada awal tahun 2003, menurut perhitungan Shiller, harga saham sekitar 22,8 kali rata-rata pendapatan yang disesuaikan dengan inflasi pada dekade terakhir—masih berada di zona bahaya, tetapi jauh turun dari tingkat gilanya sebesar 44,2 kali pendapatan pada bulan Desember 1999.

Bagaimana pasar dilakukan di masa lalu ketika dihargai di sekitar level saat ini? Gambar 3-1 menunjukkan periode sebelumnya ketika saham berada pada level tertinggi yang sama, dan bagaimana kinerjanya selama rentang 10 tahun berikutnya:

ANGKA 3-1

Tahu	Rasio harga/penghasilan	Total pengembalian selama 10 tahun ke depan
1898	21.4	9.2
1900	20.7	7.1
1901	21.7	5.9
1905	19.6	5.0
1929	22.0	0.1
1936	21.1	4.4
1955	18.9	11.1
1959	18.6	7.8
1961	22.0	7.1
1962	18.6	9.9
1963	21.0	6.0
1964	22.8	1.2
1965	23.7	3.3
1966	19.7	6.6
1967	21.8	3.6
1968	22.3	3.2
1972	18.6	6.7
1992	20.4	9.3
Rata-rata	20.8	6.0

Sumber: http://aida.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.htm;

Jack Wilson dan Charles Jones, "Analisis Indeks S & P 500 dan Ekstensi Cowles: Indeks Harga dan Pengembalian Saham, 1870-1999," *The Journal of Business*, vol.

75, tidak. 3, Juli 2002, hlm. 527-529; Ibbotson

Associates.

Catatan: Rasio harga/penghasilan adalah perhitungan Shiller (penghasilan riil rata-rata 10 tahun dari indeks saham S & P 500 dibagi dengan nilai indeks 31 Desember). Total pengembalian adalah rata-rata tahunan nominal.

Jadi, dari tingkat penilaian yang serupa dengan awal tahun 2003, pasar saham kadang-kadang berkinerja sangat baik dalam 10 tahun berikutnya, kadang-kadang buruk, dan kacau sepanjang sisa waktu. Saya pikir Graham, yang pernah konservatif, akan membagi perbedaan antara pengembalian masa lalu terendah dan tertinggi dan memproyeksikan bahwa selama dekade berikutnya saham akan menghasilkan sekitar 6% per tahun, atau 4% setelah inflasi. (Menariknya, proyeksi itu sesuai dengan perkiraan yang kami dapatkan sebelumnya ketika kami menambahkan pertumbuhan riil, pertumbuhan inflasi, dan pertumbuhan spekulatif.) Dibandingkan dengan tahun 1990-an, 6% adalah pakan ayam. Tapi itu lebih baik daripada keuntungan yang mungkin dihasilkan obligasi—dan cukup menjadi alasan bagi sebagian besar investor untuk bertahan pada saham sebagai bagian dari portofolio yang terdiversifikasi.

Tapi ada pelajaran kedua dalam pendekatan Graham. Satu-satunya hal yang dapat Anda yakini saat memperkirakan pengembalian saham di masa depan adalah bahwa Anda mungkin akan salah. Satu-satunya kebenaran tak terbantahkan yang diajarkan masa lalu kepada kita adalah bahwa masa depan akan selalu mengejutkan kita—selalu! Dan akibat wajar dari hukum sejarah keuangan itu adalah bahwa pasar akan secara brutal mengejutkan orang-orang yang paling yakin bahwa pandangan mereka tentang masa depan adalah benar. Tetap rendah hati tentang kekuatan peramalan Anda, seperti yang dilakukan Graham, akan mencegah Anda mengambil risiko terlalu banyak pada pandangan masa depan yang mungkin ternyata salah.

Jadi, tentu saja, Anda harus menurunkan harapan Anda—tetapi berhati-hatilah untuk tidak menekan semangat Anda. Bagi investor yang cerdas, harapan selalu muncul abadi, karena memang seharusnya begitu. Di pasar keuangan, semakin buruk masa depan, semakin baik biasanya. Seorang sinis pernah berkata kepada GK Chesterton, novelis dan penulis esai Inggris, "Berbahagialah dia yang tidak mengharap apa-apa, karena dia tidak akan kecewakan." Jawaban Chesterton? "Berbahagialah dia yang tidak mengharap apa-apa, karena dia akan menikmati segalanya."

BAB 4

Kebijakan Portofolio

Umum: Investor

Defensif

*T*Karakteristik dasar dari suatu portofolio investasi biasanya ditentukan oleh posisi dan karakteristik pemilik atau pemilik. Di satu titik ekstrem, kami memiliki bank tabungan, perusahaan asuransi jiwa, dan apa yang disebut dana perwalian legal. Satu generasi yang lalu, investasi mereka dibatasi oleh undang-undang di banyak negara bagian untuk obligasi bermutu tinggi dan, dalam beberapa kasus, saham preferen bermutu tinggi. Di sisi lain, kita memiliki pengusaha kaya dan berpengalaman, yang akan memasukkan segala jenis obligasi atau saham ke dalam daftar sekuritasnya asalkan dia menganggapnya sebagai pembelian yang menarik.

Sudah menjadi prinsip lama dan kuat bahwa mereka yang tidak mampu mengambil risiko harus puas dengan pengembalian yang relatif rendah atas dana yang mereka investasikan. Dari sini telah berkembang gagasan umum bahwa tingkat pengembalian yang harus dituju oleh investor kurang lebih sebanding dengan tingkat risiko yang siap dijalankannya. Pandangan kami berbeda. Tingkat pengembalian yang dicari harus bergantung, lebih tepatnya, pada jumlah upaya cerdas yang bersedia dan mampu dilakukan investor untuk menjalankan tugasnya. Pengembalian minimum diberikan kepada investor pasif kami, yang menginginkan keamanan dan kebebasan dari kekhawatiran. Pengembalian maksimum akan diwujudkan oleh investor yang waspada dan giat yang melatih kecerdasan dan keterampilan maksimum. Pada tahun 1965 kami menambahkan:

4%." Pernyataan ini memiliki lebih banyak kebenaran daripada yang kami duga sendiri, karena pada tahun-tahun berikutnya bahkan obligasi jangka panjang terbaik pun kehilangan sebagian besar nilai pasarnya karena kenaikan suku bunga.

Masalah Dasar Alokasi Saham Obligasi

Kami telah menguraikan secara singkat kebijakan portofolio investor defensif.* Dia harus membagi dananya antara obligasi bermutu tinggi dan saham biasa bermutu tinggi.

Kami telah menyarankan sebagai aturan panduan mendasar bahwa investor tidak boleh memiliki kurang dari 25% atau lebih dari 75% dananya di saham biasa, dengan kisaran terbalik antara 75% dan 25% dalam obligasi. Ada implikasi di sini bahwa pembagian standar harus sama, atau 50-50, antara dua media investasi utama. Menurut tradisi, alasan kuat untuk meningkatkan persentase saham biasa adalah munculnya level “harga murah” yang tercipta di pasar beruang yang berkepanjangan. Sebaliknya, prosedur yang baik akan meminta pengurangan komponen saham biasa di bawah 50% ketika menurut penilaian investor tingkat pasar telah menjadi sangat tinggi.

Maksim-maksim copybook ini selalu mudah diucapkan dan selalu sulit untuk diikuti—karena mereka bertentangan dengan sifat manusiawi yang menghasilkan eksesi pasar banteng dan pasar beruang. Hampir merupakan kontradiksi dalam hal untuk menyarankan sebagai kebijakan yang layak bagi pemilik saham rata-rata bahwa ia meringankan kepemilikannya ketika pasar maju melampaui titik tertentu dan menambahnya setelah penurunan yang sesuai. Karena rata-rata orang beroperasi, dan tampaknya harus beroperasi, dengan cara yang berlawanan, maka kita telah mengalami kemajuan dan keruntuhan besar di masa lalu; dan—penulis ini percaya—kemungkinan besar kita akan memilikinya di masa depan.

Jika pembagian antara investasi dan operasi spekulatif sejelas sekarang, kita mungkin dapat membayangkan investor sebagai kelompok yang cerdas dan berpengalaman yang menjual kepada spekulan yang lalai dan malang dengan harga tinggi dan membeli kembali dari mereka dengan harga tinggi. tingkat depresi. Gambaran ini mungkin memiliki beberapa bukti di masa lalu, tetapi sulit untuk mengidentifikasinya dengan perkembangan keuangan sejak tahun 1949. Tidak ada indikasi bahwa operasi profesional seperti reksa dana telah dilakukan dengan cara ini. Persentase portofolio yang dimiliki dalam ekuitas oleh

* Lihat “Kesimpulan” Graham pada Bab 2, hal. 56–57.

dua jenis dana utama—"seimbang" dan "saham biasa"—tidak banyak berubah dari tahun ke tahun. Aktivitas penjualan mereka sebagian besar terkait dengan upaya untuk beralih dari kepemilikan yang kurang menjanjikan ke kepemilikan yang lebih menjanjikan.

Jika, seperti yang telah lama kita yakini, pasar saham telah kehilangan kontak dengan batas-batasnya yang lama, dan jika yang baru belum ditetapkan, maka kita tidak dapat memberi investor aturan yang dapat diandalkan untuk mengurangi kepemilikan saham biasa ke arah 25. % minimum dan membangunnya kembali nanti hingga maksimum 75%. Kita dapat mendesak bahwa secara umum investor tidak boleh memiliki lebih dari setengah ekuitas kecuali dia memiliki keyakinan yang kuat pada kesehatan posisi sahamnya dan yakin bahwa dia dapat melihat penurunan pasar tipe 1969-1970 dengan tenang. Sulit bagi kita untuk melihat bagaimana kepercayaan yang kuat seperti itu dapat dibenarkan pada tingkat yang ada di awal tahun 1972. Oleh karena itu, kami akan menyarankan agar tidak ada pembagian lebih dari 50% untuk saham biasa saat ini. Tetapi, untuk alasan pelengkap, hampir sama sulitnya untuk menyarankan pengurangan angka jauh di bawah 50%,

Oleh karena itu, kami dituntut untuk mengajukan kepada sebagian besar pembaca kami apa yang mungkin tampak sebagai formula 50-50 yang terlalu disederhanakan. Di bawah rencana ini, aturan panduannya adalah mempertahankan sedapat mungkin pembagian yang setara antara kepemilikan obligasi dan saham. Ketika perubahan di tingkat pasar telah meningkatkan komponen saham biasa menjadi, katakanlah, 55%, saldo akan dipulihkan dengan penjualan sepersebelas portofolio saham dan transfer hasilnya ke obligasi. Sebaliknya, penurunan proporsi saham biasa menjadi 45% akan membutuhkan penggunaan sepersebelas dana obligasi untuk membeli ekuitas tambahan.

Universitas Yale mengikuti rencana yang agak mirip selama beberapa tahun setelah tahun 1937, tetapi itu diarahkan sekitar 35% "kepemilikan normal" di saham biasa. Namun, pada awal 1950-an, Yale tampaknya telah melepaskan formulanya yang dulu terkenal, dan pada tahun 1969 memegang 61% portofolionya dalam ekuitas (termasuk beberapa konvertibel). (Pada waktu itu dana abadi dari 71 lembaga semacam itu, dengan total \$7,6 miliar, memegang 60,3% saham biasa.) Contoh Yale menggambarkan efek yang hampir mematikan dari kemajuan pasar yang besar pada pendekatan formula yang dulu populer terhadap investasi. Meskipun demikian, kami yakin bahwa versi 50-50 kami dari pendekatan ini masuk akal untuk

investor defensif. Ini sangat sederhana; itu tidak diragukan lagi bertujuan ke arah yang benar; itu memberi pengikut perasaan bahwa dia setidaknya membuat beberapa gerakan dalam menanggapi perkembangan pasar; yang paling penting dari semuanya, itu akan menahannya agar tidak semakin tertarik pada saham biasa karena pasar naik ke ketinggian yang semakin berbahaya.

Lebih jauh lagi, investor yang benar-benar konservatif akan puas dengan keuntungan yang ditunjukkan pada setengah portofolionya di pasar yang sedang naik, sementara dalam penurunan yang parah, dia mungkin mendapatkan banyak hiburan dari mencerminkan betapa jauh lebih baik dia daripada banyak teman-temannya yang lebih berani.

Meskipun pembagian 50-50 yang kami usulkan tidak diragukan lagi merupakan "program serba guna" yang paling sederhana yang dapat ditemukan, itu mungkin bukan yang terbaik dalam hal hasil yang dicapai. (Tentu saja, tidak ada pendekatan, mekanis atau lainnya, yang dapat dikembangkan dengan jaminan apa pun bahwa itu akan berhasil lebih baik daripada yang lain.) Pengembalian pendapatan yang jauh lebih besar yang sekarang ditawarkan oleh obligasi yang baik daripada oleh saham representatif adalah argumen yang kuat untuk mendukung komponen obligasi. . Pilihan investor antara 50% atau angka yang lebih rendah dalam saham mungkin tergantung terutama pada temperamen dan sikapnya sendiri. Jika dia dapat bertindak sebagai penimbang berdarah dingin dari peluang, dia akan cenderung menyukai komponen stok 25% yang rendah saat ini, dengan gagasan menunggu sampai hasil dividen DJIA, katakanlah, dua pertiga dari imbal hasil obligasi sebelum dia menetapkan pembagian rata-rata 50-50 antara obligasi dan saham. 1/2% menjadi sekitar 5,5% tanpa perubahan apa pun dalam pengembalian saat ini atas saham-saham unggulan, atau penurunan DJIA hingga serendah 660 jika tidak ada pengurangan imbal hasil obligasi dan tidak ada peningkatan dividen. Kombinasi perubahan menengah dapat menghasilkan "titik pembelian" yang sama. Program semacam itu tidak terlalu rumit; bagian yang sulit adalah mengadopsinya dan menaatinya, belum lagi kemungkinan bahwa itu mungkin terlalu konservatif.

Komponen Obligasi

Pilihan masalah dalam komponen obligasi dari portofolio investor akan memunculkan dua pertanyaan utama: Haruskah dia membeli obligasi kena pajak atau bebas pajak, dan haruskah dia membeli jangka pendek atau jangka panjang? Keputusan pajak harus terutama masalah arit-

metic, menyalakan perbedaan hasil dibandingkan dengan braket pajak investor. Pada bulan Januari 1972 pilihan dalam 20 tahun jatuh tempo adalah antara memperoleh, katakanlah, 7½% pada obligasi korporasi "grade Aa" dan 5,3% pada penerbitan bebas pajak utama. (Istilah "kota" umumnya diterapkan untuk semua jenis obligasi bebas pajak, termasuk kewajiban negara.) Dengan demikian untuk jatuh tempo ini kehilangan pendapatan sekitar 30% dari perusahaan ke bidang kota. Oleh karena itu jika investor berada dalam braket pajak maksimum lebih tinggi dari

30% dia akan memiliki tabungan bersih setelah pajak dengan memilih obligasi kota; sebaliknya, jika pajak maksimumnya kurang dari 30%. Satu orang mulai membayar tarif 30% ketika penghasilannya setelah dipotong melewati \$10.000; untuk pasangan yang sudah menikah, tarif berlaku jika penghasilan kena pajak gabungan melewati \$20.000. Terbukti bahwa sebagian besar investor individu akan memperoleh pengembalian yang lebih tinggi setelah pajak dari pemerintah kota yang baik daripada dari obligasi korporasi yang baik.

Pilihan jatuh tempo yang lebih lama versus yang lebih pendek melibatkan pertanyaan yang sangat berbeda, yaitu: Apakah investor ingin meyakinkan dirinya sendiri terhadap penurunan harga obligasinya, tetapi dengan biaya (1) hasil tahunan yang lebih rendah dan (2) kerugian tentang kemungkinan keuntungan yang cukup besar dalam nilai pokok? Kami pikir pertanyaan ini sebaiknya dibahas di Bab 8, Fluktuasi Investor dan Pasar.

Untuk jangka waktu bertahun-tahun di masa lalu, satu-satunya pembelian obligasi yang masuk akal bagi individu adalah masalah tabungan AS. Keamanan mereka—dan sedang—tidak perlu dipertanyakan lagi; mereka memberikan pengembalian yang lebih tinggi daripada investasi obligasi lainnya dengan kualitas pertama; mereka memiliki opsi uang kembali dan hak istimewa lainnya yang sangat menambah daya tarik mereka. Dalam edisi sebelumnya, kami memiliki seluruh bab yang berjudul "Simpanan Obligasi AS: Anugerah bagi Investor."

Seperti yang akan kami tunjukkan, obligasi tabungan AS masih memiliki manfaat unik tertentu yang membuatnya cocok dibeli oleh investor individu mana pun. Untuk orang dengan modal sederhana—dengan, katakanlah, tidak lebih dari \$10.000 untuk dimasukkan ke dalam obligasi—kami pikir itu masih merupakan pilihan termudah dan terbaik. Tetapi mereka yang memiliki dana lebih besar mungkin menganggap media lain lebih diinginkan.

Mari kita daftar beberapa jenis obligasi utama yang layak dipertimbangkan investor, dan membahasnya secara singkat sehubungan dengan gambaran umum, keamanan, hasil, harga pasar, risiko, status pajak penghasilan, dan fitur lainnya.

1. obligasi tabungan us, seri e dan seri h. Kami pertama-tama akan meringkas ketentuan penting mereka, dan kemudian membahas secara singkat berbagai keuntungan dari investasi yang unik, menarik, dan sangat nyaman ini. Obligasi Seri H membayar bunga setengah tahunan, seperti halnya obligasi lainnya. Tarifnya adalah 4,29% untuk tahun pertama, dan kemudian flat 5,10% untuk sembilan tahun berikutnya hingga jatuh tempo. Bunga atas obligasi Seri E tidak dibayarkan, tetapi bertambah kepada pemegangnya melalui peningkatan nilai penebusan. Obligasi tersebut dijual pada 75% dari nilai nominalnya, dan jatuh tempo pada 100% dalam 5 tahun 10 bulan setelah pembelian. Jika dimiliki hingga jatuh tempo, hasilnya mencapai 5%, dimajemukkan setiap setengah tahun. Jika ditebus lebih awal, imbal hasil naik dari minimal 4,01% di tahun pertama menjadi rata-rata 5,20% di 4 tahun berikutnya.⁵ bertahun-tahun.

Bunga obligasi dikenakan pajak penghasilan Federal, tetapi dibebaskan dari pajak penghasilan negara bagian. Namun, pajak penghasilan Federal atas obligasi Seri E dapat dibayar sesuai pilihan pemegangnya baik setiap tahun saat bunga bertambah (melalui nilai penebusan yang lebih tinggi), atau tidak sampai obligasi tersebut benar-benar dilepaskan.

Pemilik obligasi Seri E dapat mencairkannya kapan saja (sesaat setelah pembelian) pada nilai penebusan mereka saat ini. Pemegang obligasi Seri H memiliki hak yang sama untuk mencairkannya pada nilai nominal (biaya). Obligasi Seri E dapat ditukar dengan obligasi Seri H, dengan keuntungan pajak tertentu. Obligasi yang hilang, hancur, atau dicuri dapat diganti tanpa biaya. Ada batasan pada pembelian tahunan, tetapi ketentuan liberal untuk kepemilikan bersama oleh anggota keluarga memungkinkan sebagian besar investor untuk membeli sebanyak yang mereka mampu. Komentar: Tidak ada investasi lain yang menggabungkan (1) jaminan mutlak pembayaran pokok dan bunga, (2) hak untuk menuntut “uang kembali” penuh setiap saat, dan (3) jaminan minimal bunga 5% tarif setidaknya selama sepuluh tahun. Pemegang obligasi Seri E yang diterbitkan sebelumnya memiliki hak untuk memperpanjang obligasi mereka pada saat jatuh tempo, dan dengan demikian terus mengakumulasi nilai tahunan pada tingkat yang lebih tinggi secara berturut-turut. Penundaan pembayaran pajak pendapatan selama periode yang panjang ini telah memberikan keuntungan dolar yang besar; kami menghitungnya telah meningkatkan tarif bersih-setelah-pajak efektif yang diterima sebanyak sepertiga dalam kasus-kasus

tertentu. Sebaliknya, hak untuk menguangkan obligasi pada harga pokok atau lebih baik telah memberikan perlindungan penuh kepada pembeli di tahun-tahun sebelumnya dengan suku bunga rendah terhadap penyusutan nilai pokok yang menimpa banyak investor obligasi; dinyatakan lain, itu memberi mereka kemungkinan mendapatkan keuntungan dari kenaikan suku bunga dengan kami menghitungnya telah meningkatkan tarif bersih-setelah-pajak efektif yang diterima sebanyak sepertiga dalam kasus-kasus tertentu. Sebaliknya, hak untuk menguangkan obligasi pada harga pokok atau lebih baik telah memberikan perlindungan penuh kepada pembeli di tahun-tahun sebelumnya dengan suku bunga rendah terhadap penyusutan nilai pokok yang menimpa banyak investor obligasi; dinyatakan lain, itu memberi mereka kemungkinan mendapatkan keuntungan dari kenaikan suku bunga dengan

mengalihkan kepemilikan bunga rendah mereka menjadi masalah kupon sangat tinggi dengan basis uang genap.

Dalam pandangan kami, keuntungan khusus yang dinikmati oleh pemilik obligasi tabungan sekarang akan lebih dari mengimbangi pengembalian lancar mereka yang lebih rendah dibandingkan dengan kewajiban langsung pemerintah lainnya.

2. obligasi Amerika Serikat lainnya. Banyak masalah ini ada, yang mencakup berbagai tingkat kupon dan tanggal jatuh tempo. Semuanya benar-benar aman sehubungan dengan pembayaran bunga dan pokok. Mereka tunduk pada pajak pendapatan Federal tetapi bebas dari pajak pendapatan negara bagian. Pada akhir tahun 1971, terbitan jangka panjang—lebih dari sepuluh tahun—menunjukkan hasil rata-rata 6,09%, terbitan menengah (tiga sampai lima tahun) menghasilkan 6,35%, dan terbitan pendek menghasilkan 6,03%.

Pada tahun 1970 dimungkinkan untuk membeli sejumlah edisi lama dengan diskon besar. Beberapa di antaranya diterima secara setara dalam penyelesaian pajak tanah. Contoh: Departemen Keuangan AS 3½% jatuh tempo tahun 1990 termasuk dalam kategori ini; mereka menjual pada 60 pada tahun 1970, tetapi ditutup pada tahun 1970 di atas 77.

Menarik juga untuk dicatat bahwa dalam banyak kasus, kewajiban tidak langsung dari pemerintah AS menghasilkan jauh lebih banyak daripada kewajiban langsungnya dengan jatuh tempo yang sama. Saat kami menulis, sebuah penawaran muncul 7,05% dari "Sertifikat yang Dijamin Sepenuhnya oleh Sekretaris Transportasi Departemen Perhubungan Amerika Serikat." Imbal hasil sepenuhnya 1% lebih tinggi dari obligasi langsung AS, yang jatuh tempo pada tahun yang sama (1986). Sertifikat tersebut sebenarnya dikeluarkan atas nama Wali Amanat Penn Central Transportation Co., tetapi mereka dijual berdasarkan pernyataan Jaksa Agung AS bahwa jaminan "menjadi kewajiban umum Amerika Serikat. , didukung oleh keyakinan dan penghargaan penuhnya." Cukup banyak kewajiban tidak langsung semacam ini telah ditanggung oleh pemerintah AS di masa lalu,

Pembaca mungkin bertanya-tanya mengapa semua hocus-pocus ini, yang tampaknya melibatkan "jaminan pribadi" oleh Menteri Transportasi kita, dan pada akhirnya menimbulkan biaya yang lebih tinggi bagi pembayar pajak. Alasan utama tipuan itu adalah batas utang yang dikenakan pada pinjaman pemerintah oleh Kongres.

Rupanya jaminan oleh pemerintah tidak dianggap sebagai utang—rejeku nomplok semantik bagi investor yang cerdas. Mungkin dampak utama dari situasi ini adalah terciptanya obligasi Otoritas Perumahan bebas pajak, menikmati

setara dengan jaminan AS, dan hampir satu-satunya penerbitan bebas pajak yang setara dengan obligasi pemerintah. Jenis lain dari isu-isu yang didukung pemerintah adalah New Community Debentures yang baru-baru ini dibuat, ditawarkan untuk menghasilkan 7,60% pada bulan September 1971.

3. obligasi negara bagian dan kota. Ini menikmati pembebasan dari pajak penghasilan Federal. Mereka juga biasanya bebas dari pajak penghasilan di negara bagian tetapi tidak di tempat lain. Obligasi tersebut dapat berupa kewajiban langsung negara bagian atau subdivisi, atau "obligasi pendapatan" yang bergantung pada pembayaran bunga atas penerimaan dari jalan tol, jembatan, sewa gedung, dll. Tidak semua obligasi bebas pajak cukup terlindungi dengan kuat untuk membenarkan pembeliannya. oleh investor defensif. Dia mungkin dipandu dalam pemilihannya oleh peringkat yang diberikan untuk setiap masalah oleh Moody's atau Standard & Poor's. Salah satu dari tiga peringkat tertinggi oleh kedua layanan—Aaa (AAA), Aa (AA), atau A—harus merupakan indikasi keamanan yang memadai. Hasil obligasi ini akan bervariasi baik dengan kualitas dan jatuh tempo, dengan jatuh tempo yang lebih pendek memberikan pengembalian yang lebih rendah. Pada akhir tahun 1971, isu-isu yang terwakili dalam indeks obligasi kotamadya Standard & Poor's rata-rata AA dalam peringkat kualitas, 20 tahun jatuh tempo, dan imbal hasil 5,78%. Penawaran khas obligasi Vineland, NJ, dengan peringkat AA untuk A dan memberikan hasil hanya 3% pada jatuh tempo satu tahun, naik menjadi 5,8% pada jatuh tempo tahun 1995 dan 1996.¹

4. corporation bonds. These bonds are subject to both Federal and state tax. In early 1972 those of highest quality yielded 7.19% for a 25-year maturity, as reflected in the published yield of Moody's Aaa corporate bond index. The so-called lower-medium- grade issues—rated Baa—returned 8.23% for long maturities. In each class shorter-term issues would yield somewhat less than longer-term obligations.

Comment. The above summaries indicate that the average investor has several choices among high-grade bonds. Those in high income-tax brackets can undoubtedly obtain a better net yield from good tax-free issues than from taxable ones. For others the early 1972 range of taxable yield would seem to be from 5.00% on U.S. savings bonds, with their special options, to about 7½% on high-grade corporate issues.

Higher-Yielding Bond Investments

Dengan mengorbankan kualitas, investor dapat memperoleh pengembalian pendapatan yang lebih tinggi dari obligasinya. Pengalaman panjang menunjukkan bahwa investor biasa lebih bijaksana untuk menghindari obligasi dengan imbal hasil tinggi seperti itu. Sementara, secara keseluruhan, mereka mungkin bekerja agak lebih baik dalam hal pengembalian keseluruhan daripada masalah kualitas pertama, mereka mengekspos pemilik terlalu banyak risiko individu dari perkembangan yang tidak diinginkan, mulai dari penurunan harga yang mengganggu hingga default aktual. . (Memang benar bahwa peluang tawar-menawar cukup sering terjadi pada obligasi kelas bawah, tetapi ini membutuhkan studi dan keterampilan khusus untuk memanfaatkannya dengan sukses.)*

Mungkin kita harus menambahkan di sini bahwa batasan yang diberlakukan oleh Kongres pada penerbitan obligasi langsung Amerika Serikat telah menghasilkan setidaknya dua jenis “peluang tawar-menawar” bagi investor dalam pembelian obligasi yang didukung pemerintah. Salah satunya disediakan oleh masalah “Perumahan Baru” bebas pajak, dan yang lainnya oleh “debentures Komunitas Baru” yang baru-baru ini dibuat (dapat dikenakan pajak). Penawaran penerbitan Perumahan Baru pada bulan Juli 1971 menghasilkan 5,8%, bebas dari pajak Federal dan negara bagian, sementara penerbitan surat utang Masyarakat Baru (dapat dikenakan pajak) yang dijual pada bulan September 1971 menghasilkan 7,60%. Kedua kewajiban tersebut memiliki “kepercayaan dan penghargaan penuh” dari pemerintah Amerika Serikat di belakang mereka dan karenanya aman tanpa pertanyaan. Dan—secara bersih—mereka menghasilkan jauh lebih banyak daripada obligasi Amerika Serikat biasa.†

* Keberatan Graham terhadap obligasi dengan imbal hasil tinggi saat ini dikurangi dengan ketersediaan reksa dana yang tersebar luas yang menyebarkan risiko dan melakukan penelitian untuk memiliki “obligasi sampah”. Lihat komentar pada Bab 6 untuk detail lebih lanjut.

Obligasi “Perumahan Baru” dan “Debentures Komunitas Baru” tidak ada lagi. Obligasi Otoritas Perumahan Baru didukung oleh Departemen Perumahan dan

Pembangunan Perkotaan AS (HUD) dan dibebaskan dari pajak penghasilan, namun belum diterbitkan sejak 1974. Surat utang Komunitas Baru, juga didukung oleh HUD, disahkan oleh undang-undang Federal yang disahkan pada tahun 1968. Sekitar \$350 juta dari surat utang ini diterbitkan hingga tahun 1975, tetapi program tersebut dihentikan pada tahun 1983.

Tabungan sebagai Pengganti Obligasi

Seorang investor sekarang dapat memperoleh tingkat bunga setinggi mungkin dari tabungan di bank komersial atau tabungan (atau dari sertifikat deposito bank) seperti yang dia dapat dari obligasi kelas satu dengan jatuh tempo pendek. Tingkat bunga pada rekening tabungan bank dapat diturunkan di masa depan, tetapi dalam kondisi saat ini mereka adalah pengganti yang cocok untuk investasi obligasi jangka pendek oleh individu.

Masalah yang Dapat Dikonversi

Ini dibahas dalam Bab 16. Variabilitas harga obligasi secara umum dibahas dalam Bab 8, Fluktuasi Investor dan Pasar.

Ketentuan Panggilan

Dalam edisi-edisi sebelumnya kami telah berdiskusi cukup panjang tentang aspek pembiayaan obligasi ini, karena ini melibatkan ketidakadilan yang serius tetapi tidak terlalu diperhatikan oleh investor. Dalam kasus yang khas, obligasi dapat ditarik segera setelah diterbitkan, dan dengan premi yang sederhana—katakanlah 5%—di atas harga penerbitan. Ini berarti bahwa selama periode fluktuasi yang luas dalam tingkat suku bunga yang mendasarinya, investor harus menanggung beban penuh dari perubahan yang tidak menguntungkan dan kehilangan semua kecuali sedikit partisipasi dalam perubahan yang menguntungkan.

Contoh: Contoh standar kami adalah masalah American Gas & Listrik 100-tahun obligasi 5%, dijual kepada publik di 101 in 1928. Empat tahun kemudian, di bawah kondisi yang hampir panik, harga obligasi yang baik ini jatuh ke 62%, menghasilkan 8%. Pada tahun 1946, dengan sangat sal, obligasi jenis ini hanya bisa dijual untuk menghasilkan 3%, dan 5% masalah seharusnya dikutip mendekati 160. Tetapi pada saat itu

perusahaan mengambil keuntungan dari ketentuan panggilan dan menebus masalah hanya 106.

Fitur panggilan dalam kontrak obligasi ini sangat disamakan contoh dari "kepala saya menang, ekor Anda kalah." Akhirnya, ikatan-lembaga pembeli menolak untuk menerima pengaturan yang tidak adil ini; di beberapa tahun terakhir sebagian besar masalah kupon tinggi jangka panjang telah dilindungi terhadap penebusan selama sepuluh tahun atau lebih setelah diterbitkan. Ini masih membatasi kemungkinan kenaikan harga, tetapi tidak secara tidak adil.

Dalam istilah praktis, kami menyarankan investor dalam masalah jangka panjang untuk mengorbankan sejumlah kecil hasil untuk mendapatkan jaminan non-callability-katakanlah selama 20 atau 25 tahun. Demikian pula, ada keuntungan dalam membeli obligasi dengan kupon rendah* dengan harga diskon daripada obligasi dengan kupon tinggi yang dijual dengan harga pari dan dapat ditarik kembali dalam beberapa tahun. Untuk diskon—misalnya, dari 3½% obligasi pada 63½%, menghasilkan 7,85%—memberikan perlindungan penuh terhadap tindakan panggilan yang merugikan.

Lurus—yaitu, Tidak Dapat Dikonversi—Saham Preferen

Pengamatan umum tertentu harus dilakukan di sini tentang masalah saham preferen. Saham preferen yang benar-benar bagus bisa dan memang ada, tetapi mereka bagus terlepas dari bentuk investasinya, yang secara inheren buruk. Pemegang saham preferen tipikal bergantung untuk keselamatannya pada kemampuan dan keinginan perusahaan untuk membayar dividen atas saham biasa. Begitu dividen bersama dihilangkan, atau bahkan dalam bahaya, posisinya sendiri menjadi genting, karena para direktur tidak berkewajiban untuk terus membayarnya kecuali mereka juga membayar untuk umum. Di sisi lain, saham preferen tipikal tidak membawa bagian dalam keuntungan perusahaan di luar tingkat dividen tetap. Dengan demikian pemegang preferen tidak memiliki tuntutan hukum dari pemegang obligasi (atau kreditur) dan kemungkinan keuntungan dari pemegang saham biasa (atau mitra).

Kelemahan dalam posisi hukum saham preferen ini cenderung muncul berulang kali dalam periode depresi. Hanya sebagian kecil dari semua isu pilihan yang begitu kuat mengakar untuk mempertahankan status investasi yang tidak diragukan melalui semua perubahan. Pengalaman mengajarkan bahwa waktu untuk membeli saham preferen adalah ketika harganya terlalu tertekan oleh kesulitan sementara. (Pada saat seperti itu mereka mungkin cocok untuk investor agresif tetapi terlalu tidak konvensional untuk investor defensif.)

Dengan kata lain, mereka harus dibeli dengan harga murah atau tidak sama sekali. Kami akan merujuk nanti pada masalah yang dapat dikonversi dan memiliki hak istimewa yang serupa, yang membawa beberapa kemungkinan keuntungan khusus. Ini biasanya tidak dipilih untuk portofolio konservatif.

Keunikan lain dalam posisi umum saham preferen

* "Kupon" obligasi adalah tingkat bunganya; obligasi "kupon rendah" membayar tingkat pendapatan bunga di bawah rata-rata pasar.

layak disebutkan. Mereka memiliki status pajak yang jauh lebih baik untuk pembeli korporasi daripada investor individu. Korporasi membayar pajak penghasilan hanya atas 15% dari pendapatan yang mereka terima dalam bentuk dividen, tetapi atas jumlah penuh dari pendapatan bunga biasa mereka. Karena tingkat korporat tahun 1972 adalah 48%, ini berarti bahwa \$100 yang diterima sebagai dividen saham preferen hanya dikenakan pajak \$7,20, sedangkan \$100 yang diterima sebagai bunga obligasi dikenakan pajak \$48. Di sisi lain, investor individu membayar pajak yang sama pada investasi saham preferen seperti pada bunga obligasi, kecuali pengecualian kecil baru-baru ini. Jadi, dalam logika yang ketat, semua saham preferen tingkat investasi harus dibeli oleh perusahaan, seperti halnya semua obligasi bebas pajak harus dibeli oleh investor yang membayar pajak penghasilan.*

Formulir

Keamanan

Bentuk obligasi dan bentuk saham preferen, seperti yang telah dibahas sampai sekarang, adalah hal yang mudah dipahami dan relatif sederhana. Pemegang obligasi berhak menerima bunga tetap dan pembayaran pokok pada tanggal tertentu. Pemilik saham preferen berhak atas dividen tetap, dan tidak lebih, yang harus dibayarkan sebelum dividen umum. Nilai pokoknya tidak jatuh tempo pada tanggal tertentu. (Dividen mungkin kumulatif atau nonkumulatif. Dia mungkin atau mungkin tidak memiliki suara.)

Di atas menjelaskan ketentuan standar dan, tidak diragukan lagi, sebagian besar obligasi dan masalah preferen, tetapi ada banyak penyimpangan dari bentuk-bentuk ini. Jenis yang paling terkenal adalah obligasi konversi dan serupa, dan obligasi pendapatan. Pada jenis yang terakhir, bunga tidak harus dibayarkan kecuali jika diperoleh oleh perusahaan. (Bunga yang belum dibayar dapat terakumulasi sebagai beban terhadap pendapatan di masa depan, tetapi jangka waktunya sering dibatasi hingga tiga tahun.)

Obligasi pendapatan harus lebih banyak digunakan oleh perusahaan

* Sementara logika Graham tetap valid, angka-angkanya telah berubah. Perusahaan saat ini dapat mengurangi 70% dari pendapatan yang mereka terima dari dividen, dan tarif pajak perusahaan standar adalah

35%. Jadi, sebuah perusahaan akan membayar pajak sekitar \$24,50 atas dividen \$100 dari saham preferen versus

\$35 pajak atas \$100 pendapatan bunga. Individu membayar tingkat pajak penghasilan yang sama atas pendapatan dividen yang mereka lakukan atas pendapatan bunga, sehingga saham preferen tidak menawarkan keuntungan pajak kepada mereka.

luas dari mereka. Penghindaran mereka tampaknya muncul dari kecelakaan sejarah ekonomi belaka—yaitu, bahwa mereka pertama kali dipekerjakan secara kuantitas sehubungan dengan reorganisasi perkeretaapian, dan karenanya mereka sejak awal dikaitkan dengan kelemahan finansial dan status investasi yang buruk. Tetapi formulir itu sendiri memiliki beberapa keuntungan praktis, terutama dibandingkan dengan dan sebagai pengganti dari banyak edisi saham preferen (yang dapat dikonversi) dalam beberapa tahun terakhir. Yang utama adalah pengurangan bunga yang dibayarkan dari penghasilan kena pajak perusahaan, yang pada dasarnya memotong biaya bentuk modal itu menjadi dua. Dari sudut pandang investor, mungkin yang terbaik baginya dalam banyak kasus adalah bahwa ia harus memiliki (1) hak tanpa syarat untuk menerima pembayaran bunga ketika itu diperoleh oleh perusahaan, dan (2) hak atas bentuk perlindungan lain selain proses kepailitan jika bunga tidak diperoleh dan dibayar. Persyaratan obligasi pendapatan dapat disesuaikan dengan keuntungan peminjam dan pemberi pinjaman dengan cara yang paling cocok untuk keduanya. (Hak istimewa konversi dapat, tentu saja, disertakan.) Penerimaan oleh semua orang atas bentuk saham preferen yang secara inheren lemah dan penolakan terhadap bentuk obligasi pendapatan yang lebih kuat adalah ilustrasi yang menarik tentang cara institusi dan kebiasaan tradisional sering cenderung bertahan di Wall Street meskipun kondisi baru menyerukan sudut pandang baru. Dengan setiap gelombang optimisme atau pesimisme baru, kami siap untuk meninggalkan sejarah dan prinsip-prinsip yang telah teruji waktu, tetapi kami berpegang teguh dan tanpa ragu pada prasangka kami. Persyaratan obligasi pendapatan dapat disesuaikan dengan keuntungan peminjam dan pemberi pinjaman dengan cara yang paling cocok untuk keduanya. (Hak istimewa konversi dapat, tentu saja, disertakan.) Penerimaan oleh semua orang atas bentuk saham preferen yang secara inheren lemah dan penolakan terhadap bentuk obligasi pendapatan yang lebih kuat adalah ilustrasi yang menarik tentang cara institusi dan kebiasaan tradisional sering cenderung bertahan di Wall Street meskipun kondisi baru menyerukan sudut pandang baru. Dengan setiap gelombang optimisme atau pesimisme baru, kami siap untuk meninggalkan sejarah dan prinsip-prinsip yang telah teruji waktu, tetapi kami berpegang teguh dan tanpa ragu pada prasangka kami. Persyaratan obligasi pendapatan dapat disesuaikan dengan keuntungan peminjam dan pemberi pinjaman

dengan cara yang paling cocok untuk keduanya. (Hak istimewa konversi dapat, tentu saja, disertakan.) Penerimaan oleh semua orang atas bentuk saham preferen yang secara inheren lemah dan penolakan terhadap bentuk obligasi pendapatan yang lebih kuat adalah ilustrasi yang menarik tentang cara institusi dan kebiasaan tradisional sering cenderung bertahan di Wall Street meskipun kondisi baru menyerukan sudut pandang baru. Dengan setiap gelombang optimisme atau pesimisme baru, kami siap untuk meninggalkan sejarah dan prinsip-prinsip yang telah teruji waktu, tetapi kami berpegang teguh dan tanpa ragu pada prasangka kami.) Penerimaan oleh semua orang atas bentuk saham preferen yang lemah secara inheren dan penolakan terhadap bentuk obligasi pendapatan yang lebih kuat adalah ilustrasi menarik tentang cara di mana institusi dan kebiasaan tradisional sering cenderung bertahan di Wall Street meskipun kondisi baru menuntut perubahan baru. sudut pandang. Dengan setiap gelombang optimisme atau pesimisme baru, kami siap untuk meninggalkan sejarah dan prinsip-prinsip yang telah teruji waktu, tetapi kami berpegang teguh dan tanpa ragu pada prasangka kami.) Penerimaan oleh semua orang atas bentuk saham preferen yang lemah secara inheren dan penolakan terhadap bentuk obligasi pendapatan yang lebih kuat adalah ilustrasi menarik tentang cara di mana institusi dan kebiasaan tradisional cenderung bertahan di Wall Street meskipun ada kondisi baru yang menuntut perubahan baru. sudut pandang. Dengan setiap gelombang optimisme atau pesimisme baru, kami siap untuk meninggalkan sejarah dan prinsip-prinsip yang telah teruji waktu, tetapi kami berpegang teguh dan tanpa ragu pada prasangka kami.

KOMENTAR PADA BAB 4

Ketika Anda membiarkannya kebetulan, maka tiba-tiba Anda tidak lagi beruntung.

—*Pelatih bola basket Pat Riley*

Hseberapa agresif seharusnya portofolio Anda?

Itu, kata Graham, tidak terlalu bergantung pada jenis investasi apa yang Anda miliki sendiri daripada pada jenis investor apa Anda. Ada dua cara untuk menjadi investor yang cerdas:

- dengan terus meneliti, memilih, dan memantau campuran dinamis saham, obligasi, atau reksa dana;
- atau dengan membuat portofolio permanen yang berjalan dengan autopilot dan tidak memerlukan usaha lebih lanjut (tetapi menghasilkan sedikit kegembiraan).

Graham menyebut pendekatan pertama "aktif" atau "berusaha"; membutuhkan banyak waktu dan tenaga. Strategi "pasif" atau "defensif" membutuhkan sedikit waktu atau usaha, tetapi membutuhkan pelepasan yang hampir seperti pertapa dari hiruk-pikuk pasar yang memikat. Seperti yang telah dijelaskan oleh pemikir investasi Charles Ellis, pendekatan giat secara fisik dan intelektual melelahkan, sedangkan pendekatan defensif menuntut secara emosional.¹

Jika Anda memiliki waktu luang, sangat kompetitif, berpikir seperti penggemar olahraga, dan menyukai tantangan intelektual yang rumit, maka yang aktif

¹Untuk lebih lanjut tentang perbedaan antara investasi yang sulit secara fisik dan intelektual di satu sisi, dan investasi yang sulit secara emosional di sisi lain, lihat Bab 8 dan juga Charles D. Ellis, "Tiga Cara Sukses sebagai Investor," di Charles D. Ellis dan James R. Vertin, eds., *Antologi Investor* (John Wiley & Sons, 1997), hal. 72.

pendekatan terserah Anda. Jika Anda selalu merasa tergesa-gesa, mendambakan kesederhanaan, dan tidak suka memikirkan uang, maka pendekatan pasif adalah untuk Anda. (Beberapa orang akan merasa paling nyaman menggabungkan kedua metode—menciptakan portofolio yang sebagian besar aktif dan sebagian pasif, atau sebaliknya.)

Kedua pendekatan sama-sama cerdas, dan Anda bisa sukses dengan keduanya—tetapi hanya jika Anda cukup mengenal diri sendiri untuk memilih yang tepat, tetap menggunakannya selama masa investasi Anda, dan menjaga biaya dan emosi Anda terkendali. Perbedaan Graham antara investor aktif dan pasif adalah salah satu pengingatnya bahwa risiko finansial tidak hanya terletak di tempat kebanyakan dari kita mencarinya—dalam ekonomi atau investasi kita—tetapi juga di dalam diri kita sendiri.

APAKAH KAU BISA, ATAU APAKAH KAMU AKAN?

Lalu, bagaimana seharusnya investor defensif memulai? Keputusan pertama dan paling mendasar adalah berapa banyak yang harus dimasukkan ke dalam saham dan berapa banyak yang harus dimasukkan ke dalam obligasi dan uang tunai. (Perhatikan bahwa Graham sengaja menempatkan diskusi ini setelah babnya tentang inflasi, membekali Anda dengan pengetahuan bahwa inflasi adalah salah satu musuh terburuk Anda.)

Hal yang paling mencolok tentang diskusi Graham tentang bagaimana mengalokasikan aset Anda antara saham dan obligasi adalah bahwa dia tidak pernah menyebut kata "usia". Itu membuat nasihatnya tegas menentang angin kebijaksanaan konvensional — yang menyatakan bahwa berapa banyak risiko investasi yang harus Anda ambil terutama tergantung pada berapa usia Anda.² Aturan praktis tradisional adalah mengurangi usia Anda dari 100 dan menginvestasikan persentase aset Anda itu di saham, dengan sisanya dalam obligasi atau uang tunai. (Seorang pria berusia 28 tahun akan menempatkan 72% uangnya di saham; seorang pria berusia 81 tahun hanya akan menempatkan 19% di sana.) Seperti yang lainnya, asumsi ini menjadi terlalu panas di akhir 1990-an. Pada tahun 1999, sebuah buku populer berpendapat bahwa jika Anda lebih muda dari 30 tahun, Anda harus memasukkan 95% uang Anda ke dalam saham—bahkan jika Anda hanya memiliki toleransi "sedang" terhadap risiko!³

²Pencarian Google baru-baru ini untuk frasa "usia dan alokasi aset" menghasilkan lebih dari 30.000 referensi online.

³James K. Glassman dan Kevin A. Hassett, Dow 36.000: Strategi Baru untuk Mendapatkan Keuntungan dari Kenaikan yang Akan Datang di Pasar Saham (Times Business, 1999), hal. 250.

Kecuali jika Anda mengizinkan para pendukung saran ini untuk mengurangi

100 dari IQ Anda, Anda harus bisa mengatakan bahwa ada sesuatu yang salah di sini. Mengapa usia Anda harus menentukan seberapa besar risiko yang dapat Anda ambil? Seorang wanita berusia 89 tahun dengan \$3 juta, pensiun yang cukup, dan sekelompok cucu akan bodoh untuk memindahkan sebagian besar uangnya ke obligasi. Dia sudah memiliki banyak pendapatan, dan cucu-cucunya (yang pada akhirnya akan mewarisi sahamnya) memiliki investasi puluhan tahun di depan mereka. Di sisi lain, seorang pria berusia 25 tahun yang sedang menabung untuk pernikahannya dan uang muka rumah akan kehilangan akal untuk menyimpan semua uangnya di saham. Jika pasar saham mengalami penurunan yang tinggi di Acapulco, dia tidak akan memiliki pendapatan obligasi untuk menutupi kerugiannya—atau bagian belakangnya.

Terlebih lagi, tidak peduli seberapa muda Anda, Anda mungkin tiba-tiba perlu menarik uang Anda dari saham bukan 40 tahun dari sekarang, tetapi 40 menit dari sekarang. Tanpa peringatan, Anda bisa kehilangan pekerjaan, bercerai, menjadi cacat, atau menderita entah kejutan apa lagi. Hal tak terduga dapat menyerang siapa saja, pada usia berapa pun. Setiap orang harus menyimpan beberapa aset di surga uang tanpa risiko.

Akhirnya, banyak orang berhenti berinvestasi justru karena pasar saham turun. Psikolog telah menunjukkan bahwa kebanyakan dari kita melakukan pekerjaan yang sangat buruk dalam memprediksi hari ini bagaimana perasaan kita tentang peristiwa yang bermuatan emosional di masa depan. "Ketika saham naik 15% atau 20% per tahun, seperti yang terjadi pada 1980-an dan 1990-an, mudah untuk membayangkan bahwa Anda dan saham Anda menikah seumur hidup. Tetapi ketika Anda melihat setiap dolar yang Anda investasikan dihancurkan menjadi sepeser pun, sulit untuk menahan diri dari "keamanan" obligasi dan uang tunai. Alih-alih membeli dan menahan saham mereka, banyak orang akhirnya membeli tinggi, menjual rendah, dan tidak memegang apa pun kecuali kepala mereka sendiri di tangan mereka. Karena begitu sedikit investor yang memiliki nyali untuk berpegang teguh pada saham di pasar yang jatuh, Graham menegaskan bahwa setiap orang harus menyimpan minimal 25% dalam obligasi. Bantal itu, menurutnya, akan memberi Anda keberanian untuk menyimpan sisa uang Anda di saham bahkan saat saham bau.

Untuk lebih memahami seberapa besar risiko yang dapat Anda ambil, pikirkan tentang keadaan dasar hidup Anda, kapan itu akan terjadi, kapan itu mungkin berubah, dan bagaimana kemungkinannya memengaruhi kebutuhan Anda akan uang tunai:

“Untuk esai yang menarik tentang fenomena psikologis ini, lihat “Miswanting” karya Daniel Gilbert dan Timothy Wilson di [www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&_Wilson\(Salah Menginginkan\).pdf](http://www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&_Wilson(Salah%20Menginginkan).pdf).

- Apakah Anda lajang atau menikah? Apa yang pasangan atau pasangan Anda lakukan untuk mencari nafkah?
- Apakah Anda atau Anda akan memiliki anak? Kapan tagihan kuliah akan masuk ke rumah?
- Apakah Anda akan mewarisi uang, atau akankah Anda bertanggung jawab secara finansial atas orang tua yang menua dan sakit?
- Faktor-faktor apa yang mungkin mengganggu karir Anda? (Jika Anda bekerja untuk bank atau pembangun rumah, kenaikan suku bunga dapat membuat Anda kehilangan pekerjaan. Jika Anda bekerja untuk pabrik kimia, kenaikan harga minyak bisa menjadi berita buruk.)
- Jika Anda wiraswasta, berapa lama bisnis yang serupa dengan Anda cenderung bertahan?
- Apakah Anda membutuhkan investasi Anda untuk menambah penghasilan tunai Anda? (Secara umum, obligasi akan; saham tidak.)
- Mengingat gaji dan kebutuhan pengeluaran Anda, berapa banyak uang yang dapat Anda keluarkan dari investasi Anda?

Jika, setelah mempertimbangkan faktor-faktor ini, Anda merasa dapat mengambil risiko yang lebih tinggi yang melekat pada kepemilikan saham yang lebih besar, Anda termasuk dalam obligasi atau uang tunai minimal 25% Graham. Jika tidak, maka jauhi sebagian besar saham, bergerak menuju maksimum 75% Graham dalam bentuk obligasi atau uang tunai. (Untuk mengetahui apakah Anda bisa naik hingga 100%, lihat bilah sisi di hal. 105.)

Setelah Anda menetapkan persentase target ini, ubahlah hanya saat keadaan hidup Anda berubah. Jangan membeli lebih banyak saham karena pasar saham telah naik; jangan dijual karena sudah turun. Inti dari pendekatan Graham adalah mengganti tebakan dengan disiplin. Untungnya, melalui 401(k) Anda, mudah untuk menempatkan portofolio Anda pada autopilot permanen. Katakanlah Anda merasa nyaman dengan tingkat risiko yang cukup tinggi—misalnya, 70% aset Anda dalam bentuk saham dan 30% dalam obligasi. Jika pasar saham naik 25% (tetapi obligasi tetap stabil), Anda sekarang hanya memiliki kurang dari 75% saham dan hanya 25% dalam obligasi.⁵Kunjungi situs web 401(k) Anda (atau hubungi nomor bebas pulsanya) dan jual cukup dana saham Anda untuk "menyeimbangkan kembali" kembali ke target 70–30 Anda. Kuncinya adalah menyeimbangkan kembali jadwal pasien yang dapat diprediksi—tidak sesering yang Anda mau

⁵Demi kesederhanaan, contoh ini mengasumsikan bahwa saham naik secara instan.

MENGAPA TIDAK 100% STOCKS?

Graham menyarankan Anda untuk tidak pernah memiliki lebih dari 75% dari total aset Anda di saham. Tetapi apakah memasukkan semua uang Anda ke pasar saham tidak disarankan untuk semua orang? Untuk sebagian kecil investor, portofolio saham 100% mungkin masuk akal. Anda adalah salah satunya jika Anda:

- telah menyisihkan cukup uang untuk menghidupi keluarga Anda setidaknya selama satu tahun
- akan terus berinvestasi setidaknya selama 20 tahun ke depan
- selamat dari pasar beruang yang dimulai pada tahun 2000
- tidak menjual saham selama pasar bearish yang dimulai pada tahun 2000
- membeli lebih banyak saham selama pasar bearish yang dimulai pada 2000
- telah membaca Bab 8 dalam buku ini dan menerapkan rencana formal untuk mengendalikan perilaku investasi Anda sendiri.

Kecuali jika Anda dapat dengan jujur melewati semua tes ini, Anda tidak memiliki bisnis untuk menaruh semua uang Anda di saham. Siapa pun yang panik di pasar beruang terakhir akan panik di pasar berikutnya—dan akan menyesal tidak memiliki bantalan uang tunai dan obligasi.

membuat diri Anda gila, dan tidak jarang target Anda akan rusak. Saya menyarankan agar Anda menyeimbangkan kembali setiap enam bulan, tidak lebih dan tidak kurang, pada tanggal yang mudah diingat seperti Tahun Baru dan Empat Juli.

Keindahan dari penyeimbangan ulang berkala ini adalah memaksa Anda untuk mendasarkan keputusan investasi Anda pada standar yang sederhana dan objektif—Apakah saya sekarang memiliki lebih banyak aset ini daripada yang diminta oleh rencana saya?—daripada menebak-nebak ke mana arah suku bunga atau apakah menurut Anda Dow akan segera turun. Beberapa perusahaan reksa

dana, termasuk T. Rowe Price, akan segera memperkenalkan layanan yang secara otomatis akan menyeimbangkan kembali portofolio 401(k) Anda dengan target yang telah ditetapkan sebelumnya, sehingga Anda tidak perlu membuat keputusan aktif.

MASUKAN DAN KELUAR DALAM COM E I NVE STI NG

Di zaman Graham, investor obligasi menghadapi dua pilihan dasar: Kena Pajak atau Bebas Pajak? Jangka pendek atau jangka panjang? Hari ini ada yang ketiga: Obligasi atau dana obligasi?

Kena pajak atau bebas pajak? Kecuali Anda berada di golongan pajak terendah,⁶ Anda harus membeli hanya obligasi bebas pajak (kota) di luar rekening pensiun Anda. Jika tidak, terlalu banyak pendapatan obligasi Anda akan berakhir di tangan IRS. Satu-satunya tempat untuk memiliki obligasi kena pajak adalah di dalam Anda

401 (k) atau akun terlindung lainnya, di mana Anda tidak akan berutang pajak saat ini atas pendapatan mereka — dan di mana obligasi kota tidak memiliki tempat, karena keuntungan pajak mereka sia-sia.⁷

Jangka pendek atau jangka panjang? Obligasi dan suku bunga terhuyung-huyung di ujung yang berlawanan dari jungkat-jungkit: Jika suku bunga naik, harga obligasi turun—walaupun obligasi jangka pendek turun jauh lebih sedikit daripada obligasi jangka panjang. Di sisi lain, jika suku bunga turun, harga obligasi naik—dan obligasi jangka panjang akan mengungguli yang lebih pendek.⁸ Anda dapat membagi perbedaan ini secara sederhana

⁶Untuk tahun pajak 2003, braket pajak Federal bawah adalah untuk orang lajang yang berpenghasilan kurang dari \$28.400 atau orang yang sudah menikah (mengarsipkan bersama) berpenghasilan kurang dari \$47.450

⁷Dua kalkulator online bagus yang akan membantu Anda membandingkan pendapatan setelah pajak dari obligasi daerah dan obligasi kena pajak dapat ditemukan di www.investinginbonds.com/cgi-bin/calculator.pl dan www.lebenthal.com/index_infocenter.html. Untuk

memutuskan apakah "muni" tepat untuk Anda, temukan "hasil setara kena pajak" yang dihasilkan oleh kalkulator ini, lalu bandingkan angka itu dengan hasil yang saat ini tersedia di obligasi Treasury (<http://money.cnn.com/markets/bondcenter/> atau www.bloomberg.com/markets/C13.html). Jika hasil obligasi Treasury lebih tinggi dari hasil setara kena pajak, munis bukan untuk Anda. Bagaimanapun, berhati-hatilah bahwa obligasi dan dana daerah menghasilkan pendapatan yang lebih rendah, dan lebih banyak fluktuasi harga, daripada

kebanyakan obligasi kena pajak. Juga, pajak minimum alternatif, yang sekarang menimpa banyak orang Amerika berpenghasilan menengah, dapat meniadakan keuntungan dari obligasi daerah.

⁸Untuk pengenalan yang sangat baik tentang investasi obligasi, lihat <http://flagship.vanguard.com/web/planret/AdvicePTIBInvestmentsInvestingInBonds.html#InterestRates>. Untuk penjelasan yang lebih sederhana tentang ikatan, lihat <http://uang.cnn.com/pf/101/pelajaran/7/>. Portofolio "bertangga", memegang obligasi di berbagai jangka waktu, adalah cara lain untuk melindungi risiko suku bunga.

dengan membeli obligasi jangka menengah yang jatuh tempo dalam lima sampai 10 tahun—yang tidak melambung ketika sisi jungkat-jungkitnya naik, tetapi juga tidak terbanting ke tanah. Bagi sebagian besar investor, obligasi perantara adalah pilihan paling sederhana, karena memungkinkan Anda untuk keluar dari permainan menebak apa yang akan dilakukan suku bunga.

Obligasi atau dana obligasi? Karena obligasi umumnya dijual dalam lot \$10.000 dan Anda memerlukan minimal 10 obligasi untuk mendiversifikasi risiko bahwa salah satu dari mereka mungkin bangkrut, membeli obligasi individu tidak masuk akal kecuali Anda memiliki setidaknya \$100.000 untuk diinvestasikan. (Satu-satunya pengecualian adalah obligasi yang diterbitkan oleh Departemen Keuangan AS, karena mereka dilindungi dari gagal bayar oleh kekuatan penuh dari pemerintah Amerika.)

Dana obligasi menawarkan diversifikasi yang murah dan mudah, bersama dengan kenyamanan pendapatan bulanan, yang dapat Anda investasikan kembali langsung ke dana tersebut dengan harga saat ini tanpa membayar komisi. Bagi sebagian besar investor, dana obligasi mengalahkan obligasi individu (pengecualian utama adalah sekuritas Treasury dan beberapa obligasi daerah). Perusahaan-perusahaan besar seperti Vanguard, Fidelity, Schwab, dan T. Rowe Price menawarkan berbagai menu dana obligasi dengan biaya rendah.⁹

Pilihan untuk investor obligasi telah berkembang biak seperti kelinci, jadi mari kita perbarui daftar Graham tentang apa yang tersedia. Sejak tahun 2003, tingkat suku bunga telah turun sangat rendah sehingga investor kekurangan hasil, tetapi ada cara untuk meningkatkan pendapatan bunga Anda tanpa mengambil risiko yang berlebihan.¹⁰Gambar 4-1 merangkum pro dan kontra.

Sekarang mari kita lihat beberapa jenis investasi obligasi yang dapat memenuhi kebutuhan khusus.

C SEBAGAI HISNOT TRAS H

Bagaimana Anda bisa memeras lebih banyak pendapatan dari uang tunai Anda? Investor yang cerdas harus mempertimbangkan untuk pindah dari sertifikat deposito bank atau rekening pasar uang—yang akhir-akhir ini menawarkan hasil yang sedikit—ke beberapa alternatif uang tunai ini:

Surat berharga, sebagai kewajiban pemerintah AS, membawa

⁹Untuk informasi lebih lanjut, lihat www.vanguard.com, www.kesetiaan.com, www.schwab.com, dan www.troweprice.com.

¹⁰Untuk ringkasan online yang dapat diakses tentang investasi obligasi, lihat www.aaii.com/promo/20021118/bonds.shtml.

GAMBAR 4-1 Dunia Obligasi yang Luas

Jenis Pembelian	Jatuh Tempo	Risiko	Waprestasi	Minimum	ih
Tagihan Treasury	Kurang dari satu tahun	\$1.000 (D)	Sangat rendah		
Catatan Treasury	Antara satu dan 10 tahun	\$1.000 (D)	Sangat rendah		
Obligasi Treasury	Lebih dari 10 tahun	\$1.000 (D)	Sangat rendah		
Tabungan obligasi	Hingga 30 tahun	\$25 (D)	Sangat rendah		
Sertifikat deposito	Satu bulan sampai 5 tahun	Biasanya \$500	Sangat rendah; diasuransikan		
		hingga \$100,000			
Dana pasar uang	397 hari atau kurang	Biasanya \$2,500	Sangat rendah		
Hutang hipotek	Satu hingga 30 tahun	\$2,000–\$3,000 (P)	Umumnya moderat tetapi bisa tinggi		
Obligasi kota	Satu sampai 30 tahun atau lebih	\$5.000 (D); \$2.000–\$3.000 (P)	Umumnya sedang tetapi bisa tinggi		
Saham preferen	Tidak terbatas	Tidak ada	Tinggi		
Obligasi bunga tinggi	“sampah”	Tujuh hingga 20 tahun	\$2.000–\$3.000 (P)	Tinggi	
Utang pasar berkembang	Hingga 30 tahun	\$2.000–\$3.000 (P)	Tinggi		

Sumber: Bankrate.com, Bloomberg, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morningstar, www.savingsbonds.gov

Catatan: (D): dibeli langsung. (F): dibeli melalui reksa dana. “Kemudahan penjualan sebelum jatuh tempo” menunjukkan seberapa mudah Anda dapat menjual dengan harga yang wajar sebelum tanggal jatuh tempo; reksa dana biasanya menawarkan kemudahan penjualan yang lebih baik daripada obligasi individu. Dana pasar uang diasuransikan secara Federal hingga \$ 100.000 jika dibeli di bank anggota FDIC, tetapi sebaliknya hanya membawa janji implisit untuk tidak kehilangan nilai. Pajak penghasilan federal atas obligasi tabungan ditangguhkan sampai penebusan atau jatuh tempo. Obligasi daerah umumnya dibebaskan dari pajak pendapatan negara bagian hanya di negara bagian di mana mereka diterbitkan.

Dikecualikan dari Kemudahan penjualan sebagian besar negara Bagian Dikecualikan dari	
SangatrendahTinggi YN90-hari 12	
Sedang Tinggi YN 5 tahun 2,7	10 tahun 3,8
Tinggi Tinggi YN 30 tahun 4,8	
Seri obligasi YNEERendah yang sangat rendah dibeli setelah 42	Mei 1995
Rendah Rendah NN 1 tahun nat'l. rata-rata 1.5	
Rendah Tinggi NN Kena Pajak Rata-rata pasar uang. 0.8	
Sedang hingga Sedang NN Lehman Bros. MBS Index 4.6 tinggi ke rendah	
Kebersamaan Jangka Panjang Nasional NY Sedang hingga Sedang 4.3tinggi	ke dana rata-
rata rendah.	
Tinggi Sedang NN Tidak Ada Sangat bervariasi hingga rendah	
Sedang Rendah NN Merrill Lynch Hasil Tinggi 11,9	Indek
	s
Sedang Rendah NN Muncul. Rata-rata dana Mkts Bond. 8.8	

hampir tidak ada risiko kredit—karena, alih-alih menunggak utangnya, Paman Sam bisa saja menaikkan pajak atau mencetak lebih banyak uang sesuka hati. Tagihan Treasury jatuh tempo dalam empat, 13, atau 26 minggu. Karena jatuh temponya yang sangat pendek, T-bills hampir tidak penyok ketika kenaikan suku bunga menjatuhkan harga investasi pendapatan lainnya; utang Treasury jangka panjang, bagaimanapun, sangat menderita ketika suku bunga naik. Pendapatan bunga pada sekuritas Treasury umumnya bebas dari pajak pendapatan negara bagian (tetapi bukan Federal). Dan, dengan \$3,7 triliun di tangan publik, pasar untuk utang Treasury sangat besar, sehingga Anda dapat dengan mudah menemukan pembeli jika Anda membutuhkan uang Anda kembali sebelum jatuh tempo. Anda dapat membeli Surat Perbendaharaan Negara, surat utang jangka pendek, dan obligasi jangka panjang langsung dari pemerintah, tanpa biaya perantara, di www.publicdebt.treas.gov. (Untuk informasi lebih lanjut tentang TIPS yang dilindungi inflasi, lihat komentar di Bab 2.)

Obligasi tabungan, tidak seperti Treasuries, tidak dapat dipasarkan; kamu tidak bisa

menjualnya ke investor lain, dan Anda akan kehilangan bunga tiga bulan jika Anda menebusnya dalam waktu kurang dari lima tahun. Oleh karena itu, mereka cocok terutama sebagai "uang yang disisihkan" untuk memenuhi kebutuhan pengeluaran di masa depan—hadiah untuk upacara keagamaan yang masih bertahun-tahun lagi, atau langkah awal untuk memasukkan bayi Anda yang baru lahir ke Harvard. Mereka datang dalam denominasi serendah \$25, menjadikannya ideal sebagai hadiah untuk cucu. Bagi investor yang dengan percaya diri dapat meninggalkan sejumlah uang yang tidak tersentuh selama bertahun-tahun yang akan datang, "I-bonds" yang dilindungi inflasi baru-baru ini menawarkan imbal hasil yang menarik sekitar 4%. Untuk mempelajari lebih lanjut, lihat www.savingsbonds.gov.

MO VI NGB EY DI DUN CLE SAM

Efek hipotek. Dikumpulkan bersama dari ribuan hipotek di seluruh Amerika Serikat, obligasi ini diterbitkan oleh lembaga seperti Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae") atau Government National Mortgage Association ("Ginnie Mae"). Namun, mereka tidak didukung oleh Departemen Keuangan AS, sehingga mereka menjual dengan hasil yang lebih tinggi untuk mencerminkan risiko mereka yang lebih besar. Obligasi hipotek umumnya berkinerja buruk saat suku bunga turun dan meledak saat suku bunga naik. (Dalam jangka panjang, ayunan tersebut cenderung merata dan hasil rata-rata yang lebih tinggi terbayar.) Dana obligasi hipotek yang baik tersedia dari Vanguard, Fidelity, dan Pimco. Tetapi jika seorang pialang pernah mencoba menjual obligasi hipotek individu atau "CMO" kepada Anda, beri tahu dia bahwa Anda terlambat untuk membuat janji dengan proktologis Anda.

Anuitas. Investasi seperti asuransi ini memungkinkan Anda untuk menunda pajak saat ini dan memperoleh aliran pendapatan setelah Anda pensiun. Anuitas tetap menawarkan tingkat pengembalian yang ditetapkan; yang variabel memberikan pengembalian yang berfluktuasi. Tapi apa yang benar-benar perlu dipertahankan oleh investor defensif di sini adalah agen asuransi, pialang saham, dan perencana keuangan yang menjual anuitas dengan biaya tinggi. Dalam kebanyakan kasus, biaya tinggi untuk memiliki anuitas—termasuk "biaya penyerahan" yang menggerogoti penarikan awal Anda—akan membanjiri

keuntungannya. Beberapa anuitas yang baik dibeli, tidak dijual; jika anuitas menghasilkan komisi lemak untuk penjual, kemungkinan itu akan menghasilkan hasil yang sedikit untuk pembeli. Pertimbangkan hanya yang dapat Anda beli langsung dari penyedia dengan biaya terendah seperti Ameritas, TIAA-CREF, dan Vanguard.¹¹

¹¹Secara umum, anuitas variabel tidak menarik bagi investor di bawah usia 50 tahun yang mengharapkan berada dalam kelompok pajak yang tinggi selama masa pensiun atau yang memiliki

Saham preferen. Saham preferen adalah investasi terburuk dari kedua dunia. Mereka kurang aman dibandingkan obligasi, karena mereka hanya memiliki klaim sekunder atas aset perusahaan jika bangkrut. Dan mereka menawarkan potensi keuntungan yang lebih kecil daripada saham biasa, karena perusahaan biasanya "memanggil" (atau secara paksa membeli kembali) saham pilihan mereka ketika suku bunga turun atau peringkat kredit mereka membaik. Berbeda dengan pembayaran bunga pada sebagian besar obligasinya, perusahaan penerbit tidak dapat mengurangi pembayaran dividen preferen dari tagihan pajak perusahaannya. Tanyakan pada diri Anda sendiri: Jika perusahaan ini cukup sehat untuk mendapatkan investasi saya, mengapa membayar dividen yang besar untuk saham preferennya daripada menerbitkan obligasi dan mendapatkan keringanan pajak? Kemungkinan jawabannya adalah bahwa perusahaan tidak sehat, pasar obligasinya penuh sesak,

Saham biasa. Kunjungan ke penyaring saham di <http://layar.yahoo.com/stocks.html> pada awal 2003 menunjukkan bahwa 115 saham dalam indeks Standard & Poor's 500 memiliki hasil dividen 3,0% atau lebih besar. Tidak ada investor yang cerdas, tidak peduli seberapa lapar hasil, akan pernah membeli saham untuk pendapatan dividennya saja; perusahaan dan bisnisnya harus solid, dan harga sahamnya harus wajar. Namun, berkat pasar bearish yang dimulai pada tahun 2000, beberapa saham unggulan sekarang mengungguli obligasi Treasury. Jadi, bahkan investor yang paling defensif pun harus menyadari bahwa secara selektif menambahkan saham ke portofolio obligasi atau sebagian besar obligasi dapat meningkatkan hasil pendapatannya—dan meningkatkan potensi pengembaliannya.¹²

belum berkontribusi maksimal ke akun 401 (k) atau IRA mereka yang ada. Anuitas tetap (dengan pengecualian dari TIAA- CREF) dapat mengubah tarif "terjamin" mereka dan memberi Anda biaya tambahan yang buruk. Untuk analisis anuitas yang menyeluruh dan objektif, lihat dua artikel luar biasa oleh

Walter Updegrave: "Income for Life," Money, Juli, 2002, hlm. 89–96, dan "Annuity Buyer's Guide," Money, November, 2002, hlm.

104–110.

¹²Untuk lebih lanjut tentang peran dividen dalam portofolio, lihat Bab 19.

BAB 5

Investor Defensif dan Saham Biasa

Manfaat Investasi Saham Biasa

Dalam edisi pertama kami (1949) kami merasa perlu pada titik ini untuk memasukkan eksposisi panjang kasus untuk memasukkan komponen saham biasa yang substansial dalam semua portofolio investasi.* Saham biasa umumnya dipandang sangat spekulatif dan karena itu tidak aman; mereka telah menurun cukup substansial dari tingkat tinggi tahun 1946, tetapi alih-alih menarik investor kepada mereka karena harga yang wajar, penurunan ini memiliki efek sebaliknya dari merusak kepercayaan dalam sekuritas ekuitas. Kami telah mengomentari situasi sebaliknya yang telah berkembang dalam 20 tahun berikutnya, di mana kemajuan besar dalam harga saham membuat mereka tampak aman dan investasi yang menguntungkan pada rekor tingkat tinggi yang mungkin benar-benar membawa tingkat risiko yang cukup besar.†

Argumen yang kami buat untuk saham biasa pada tahun 1949 dihidupkan

* Pada awal tahun 1949, pengembalian tahunan rata-rata yang dihasilkan oleh saham selama 20 tahun sebelumnya adalah 3,1%, dibandingkan 3,9% untuk obligasi Treasury jangka panjang—artinya \$10.000 yang diinvestasikan dalam saham akan tumbuh menjadi

\$18.415 selama periode itu, sementara jumlah yang sama dalam obligasi akan berubah menjadi \$21.494. Secara alami, tahun 1949 ternyata menjadi waktu yang tepat untuk membeli saham: Selama dekade berikutnya, indeks 500 saham Standard & Poor's naik rata-rata 20,1% per tahun, salah satu pengembalian jangka panjang terbaik dalam sejarah pasar saham AS.

Komentar Graham sebelumnya tentang hal ini muncul di hlm. 19–20. Bayangkan saja apa yang akan dia pikirkan tentang pasar saham akhir-akhir ini 1990-an, di mana setiap rekor tertinggi baru dipertimbangkan lebih lanjut

"bukti" bahwa saham adalah cara tanpa risiko menuju kekayaan!

dua poin utama. Yang pertama adalah bahwa mereka telah menawarkan tingkat perlindungan yang cukup besar terhadap erosi dolar investor yang disebabkan oleh inflasi, sedangkan obligasi tidak menawarkan perlindungan sama sekali. Keuntungan kedua dari saham biasa terletak pada pengembalian rata-rata yang lebih tinggi kepada investor selama bertahun-tahun. Ini dihasilkan baik oleh pendapatan dividen rata-rata yang melebihi hasil obligasi yang baik dan oleh kecenderungan mendasar untuk nilai pasar meningkat selama bertahun-tahun sebagai akibat dari reinvestasi keuntungan yang tidak dibagikan.

Sementara dua keuntungan ini sangat penting—dan telah memberikan saham biasa catatan yang jauh lebih baik daripada obligasi dalam jangka panjang di masa lalu—kami telah secara konsisten memperingatkan bahwa manfaat ini dapat hilang oleh pembeli saham jika dia membayar harga yang terlalu tinggi untuk sahamnya. Ini jelas terjadi pada tahun 1929, dan membutuhkan waktu 25 tahun bagi tingkat pasar untuk naik kembali ke langkan dari mana ia telah jatuh secara luar biasa pada tahun 1929–1932.* Sejak tahun 1957 saham biasa sekali lagi, melalui harga yang tinggi, kehilangan keuntungan tradisional dalam hasil dividen atas suku bunga obligasi

* Dow Jones Industrial Average ditutup pada rekor tertinggi saat itu di 381,17 pada 3 September 1929. Tidak ditutup di atas level itu hingga 23 November.

1954—lebih dari seperempat abad kemudian—ketika mencapai 382,74. (Ketika Anda mengatakan bahwa Anda berniat untuk memiliki saham “untuk jangka panjang”, apakah Anda menyadari seberapa lama jangka panjangnya—atau bahwa banyak investor yang membeli pada tahun 1929 bahkan tidak lagi hidup pada tahun 1954?) Namun, bagi investor yang sabar yang menginvestasikan kembali pendapatan mereka, pengembalian saham positif selama periode yang suram ini, hanya karena hasil dividen rata-rata lebih dari 5,6% per tahun. Menurut profesor Elroy Dimson, Paul Marsh, dan Mike Staunton dari London Business School, jika Anda telah menginvestasikan \$1 di saham AS pada tahun 1900 dan menghabiskan semua dividen Anda, portofolio saham Anda akan tumbuh menjadi \$198 pada tahun 2000. Tetapi jika Anda memilikinya menginvestasikan kembali semua dividen Anda, portofolio saham Anda akan bernilai \$16.797! Jauh dari sebuah renungan, dividen adalah kekuatan terbesar dalam investasi saham. Mengapa “harga tinggi” saham mempengaruhi hasil dividen mereka? Hasil saham adalah rasio dividen tunai dengan harga satu lembar saham biasa. Jika

sebuah perusahaan membayar dividen tahunan \$2 ketika harga sahamnya \$100 per saham, hasilnya adalah 2%. Tetapi jika harga saham berlipat ganda sementara dividen tetap, hasil dividen akan turun menjadi 1%. Pada tahun 1959, ketika tren yang ditemukan Graham pada tahun 1957 menjadi nyata bagi semua orang, sebagian besar Wall Street

dilihat apakah faktor inflasi dan faktor pertumbuhan ekonomi akan menggantikan pembangunan yang merugikan secara signifikan ini di masa depan.

Harus jelas bagi pembaca bahwa kita tidak memiliki antusiasme untuk saham biasa secara umum pada tingkat 900 DJIA pada akhir tahun 1971. Untuk alasan yang telah diberikan* kami merasa bahwa investor defensif tidak dapat tanpa proporsi yang cukup besar dari saham biasa dalam portofolio, bahkan jika dia harus menganggapnya sebagai yang lebih rendah dari dua kejahatan — semakin besar risiko yang melekat pada kepemilikan semua obligasi.

Aturan untuk Komponen Saham Biasa

Pemilihan saham biasa untuk portofolio investor defensif seharusnya menjadi masalah yang relatif sederhana. Di sini kami akan menyarankan empat aturan yang harus diikuti:

1. Harus ada diversifikasi yang memadai meskipun tidak berlebihan. Ini mungkin berarti minimal sepuluh masalah berbeda dan maksimal sekitar tiga puluh.†

2. Setiap perusahaan yang dipilih harus besar, menonjol, dan dibiayai secara konservatif. Tidak terbatas karena kata sifat ini harus, pengertian umum mereka jelas. Pengamatan pada poin ini ditambahkan di akhir bab.

3. Setiap perusahaan harus memiliki catatan pembayaran dividen yang terus menerus. (Semua masalah di Dow Jones Industrial Aver-

pakar menyatakan bahwa itu tidak mungkin bertahan. Belum pernah saham menghasilkan kurang dari obligasi; lagi pula, karena saham lebih berisiko daripada obligasi, mengapa ada orang yang membelinya sama sekali kecuali mereka membayar pendapatan dividen ekstra untuk mengkompensasi risiko mereka yang lebih besar? Para ahli berpendapat bahwa obligasi akan menghasilkan lebih banyak dari saham selama beberapa bulan paling lama, dan kemudian semuanya akan kembali ke "normal." Lebih dari empat dekade kemudian, hubungan itu tidak pernah normal lagi; imbal hasil saham (sejauh ini) terus berada di bawah imbal hasil obligasi.

* Lihat hal. 56–57 dan 88–89.

Untuk tampilan diversifikasi lainnya, lihat bilah sisi di komentar di

Bab 14 (hal. 368).

usia memenuhi persyaratan dividen ini pada tahun 1971.) Untuk lebih spesifik pada poin ini kami akan menyarankan persyaratan pembayaran dividen terus menerus dimulai setidaknya pada tahun 1950.*

4. Investor harus menetapkan beberapa batasan pada harga yang akan dia bayar untuk suatu penerbitan sehubungan dengan pendapatan rata-ratanya selama, katakanlah, tujuh tahun terakhir. Kami menyarankan agar batas ini ditetapkan pada 25 kali penghasilan rata-rata tersebut, dan tidak lebih dari 20 kali lipat dari periode dua belas bulan terakhir. Tetapi pembatasan seperti itu akan menghilangkan hampir semua perusahaan terkuat dan terpopuler dari portofolio. Secara khusus, itu akan melarang hampir seluruh kategori "saham pertumbuhan," yang selama beberapa tahun terakhir menjadi favorit para spekulasi dan investor institusi. Kami harus memberikan alasan kami untuk mengusulkan pengecualian yang begitu drastis.

Pertumbuhan Saham dan Investor Defensif

Istilah "saham pertumbuhan" diterapkan pada saham yang telah meningkatkan pendapatan per sahamnya di masa lalu jauh di atas tingkat saham biasa pada umumnya dan diperkirakan akan terus demikian di masa depan. (Beberapa pihak berwenang akan mengatakan bahwa saham pertumbuhan sejati harus diharapkan setidaknya menggandakan pendapatan per sahamnya dalam sepuluh tahun—yaitu, untuk meningkatkannya pada tingkat tahunan gabungan lebih dari 7,1%.)[†] Jelas saham jenis ini menarik untuk membeli dan memiliki, asalkan harga yang dibayarkan tidak berlebihan. Masalahnya terletak di sana, dari

* Investor defensif saat ini mungkin harus menuntut setidaknya 10 tahun pembayaran dividen berkelanjutan (yang akan menghilangkan dari pertimbangan hanya satu anggota Dow Jones Industrial Average—Microsoft—dan masih akan menyisakan setidaknya 317 saham untuk dipilih di antara S&P 500 indeks). Bahkan bersikeras pada 20 tahun pembayaran dividen tanpa gangguan tidak akan terlalu membatasi; menurut Morgan Stanley, 255 perusahaan di S&P 500 memenuhi standar itu pada akhir tahun 2002.

"Aturan 72" adalah alat mental yang berguna. Untuk memperkirakan lama waktu yang dibutuhkan sejumlah uang untuk berlipat ganda, cukup bagi tingkat

pertumbuhan yang diasumsikan menjadi 72. Pada 6%, misalnya, uang akan berlipat ganda dalam 12 tahun (72 dibagi dengan $6 = 12$). Pada tingkat 7,1% yang dikutip oleh Graham, saham pertumbuhan akan menggandakan pendapatannya hanya dalam waktu 10 tahun ($72/7,1 = 10,1$ tahun).

tentu saja, karena saham pertumbuhan telah lama dijual dengan harga tinggi dalam kaitannya dengan pendapatan saat ini dan dengan kelipatan yang jauh lebih tinggi dari keuntungan rata-rata mereka selama periode yang lalu. Ini telah memperkenalkan elemen spekulatif yang cukup berat dalam gambaran stok pertumbuhan dan telah membuat operasi yang sukses di bidang ini jauh dari masalah sederhana.

Masalah pertumbuhan terkemuka telah lama menjadi Mesin Bisnis Internasional, dan telah membawa penghargaan fenomenal bagi mereka yang membelinya bertahun-tahun yang lalu dan memegangnya dengan gigih. Tetapi kami telah menunjukkan* bahwa "saham biasa terbaik" ini sebenarnya kehilangan 50% dari harga pasarnya dalam penurunan enam bulan selama tahun 1961–62 dan persentase yang hampir sama pada tahun 1969–70. Stok pertumbuhan lainnya bahkan lebih rentan terhadap perkembangan yang merugikan; dalam beberapa kasus tidak hanya harga yang jatuh, tetapi juga pendapatan, sehingga menyebabkan kekecewaan ganda bagi mereka yang memilikinya. Contoh kedua yang baik untuk tujuan kami adalah Texas Instruments, yang dalam enam tahun naik dari 5 menjadi 256, tanpa membayar dividen, sementara pendapatannya meningkat dari 40 sen menjadi \$3,91 per saham. (Perhatikan bahwa harga naik lima kali lebih cepat dari keuntungan;

Pembaca akan memahami dari contoh ini mengapa kami menganggap saham pertumbuhan secara keseluruhan sebagai kendaraan yang terlalu tidak pasti dan berisiko bagi investor defensif. Tentu saja, keajaiban dapat dicapai dengan pilihan individu yang tepat, dibeli pada tingkat yang tepat, dan kemudian dijual setelah kenaikan besar dan sebelum kemungkinan penurunan. Tetapi rata-rata investor tidak bisa lagi berharap untuk mencapai hal ini selain menemukan uang yang tumbuh di pohon. Sebaliknya kami berpikir bahwa kelompok

* Graham membuat poin ini di hal. 73.

Untuk menunjukkan bahwa pengamatan Graham selalu benar, kita dapat mengganti Microsoft untuk IBM dan Cisco untuk Texas Instruments. Tiga puluh tahun terpisah, hasilnya sangat mirip: saham Microsoft turun 55,7% dari 2000 hingga 2002, sementara saham Cisco—yang telah meningkat sekitar 50 kali lipat selama enam tahun sebelumnya—kehilangan 76% nilainya dari tahun 2000 hingga 2002. Seperti halnya Texas

Instruments, penurunan harga saham Cisco lebih tajam daripada penurunan harga sahamnya. pendapatan, yang turun hanya 39,2% (membandingkan rata-rata tiga tahun untuk 1997-1999 terhadap 2000-2002). Seperti biasa, semakin panas mereka, semakin keras mereka jatuh.

perusahaan besar yang relatif tidak populer, dan oleh karena itu dapat diperoleh dengan pengganda pendapatan yang wajar,* menawarkan area pilihan yang bagus jika tidak spektakuler oleh masyarakat umum. Kami akan mengilustrasikan ide ini dalam bab kami tentang pemilihan portofolio.

Perubahan Portofolio

Sekarang merupakan praktik standar untuk menyerahkan semua daftar keamanan untuk pemeriksaan berkala guna melihat apakah kualitasnya dapat ditingkatkan. Ini, tentu saja, merupakan bagian utama dari layanan yang diberikan kepada klien oleh konselor investasi. Hampir semua rumah pialang siap memberikan saran yang sesuai, tanpa biaya khusus, sebagai imbalan atas bisnis komisi yang terlibat. Beberapa rumah pialang mempertahankan layanan investasi berdasarkan biaya.

Agaknya investor defensif kita harus mendapatkan—setidaknya setahun sekali—nasihat yang sama mengenai perubahan dalam portofolionya seperti yang dia cari ketika dananya pertama kali dikomit. Karena dia akan memiliki sedikit keahliannya sendiri untuk diandalkan, adalah penting bahwa dia mempercayakan dirinya hanya kepada perusahaan-perusahaan dengan reputasi tertinggi; jika tidak, ia dapat dengan mudah jatuh ke tangan yang tidak kompeten atau tidak bermoral. Bagaimanapun juga, penting bahwa pada setiap konsultasi seperti itu dia menjelaskan kepada penasihatnya bahwa dia ingin mematuhi empat aturan pemilihan saham biasa yang diberikan sebelumnya dalam bab ini. Kebetulan, jika daftarnya telah dipilih secara kompeten dalam contoh pertama, seharusnya tidak perlu sering atau banyak perubahan.

* "Pengganda pendapatan" adalah sinonim untuk rasio P/E atau harga/penghasilan, yang mengukur seberapa banyak investor bersedia membayar saham dibandingkan dengan profitabilitas bisnis yang mendasarinya. (Lihat catatan kaki pada hal. 70 di Bab 3.)

Investor sekarang dapat mengatur sistem otomatis mereka sendiri untuk memantau kualitas kepemilikan mereka dengan menggunakan "pelacak portofolio" interaktif di situs web

seperti www.quicken.com, moneycentral.msn.com,
finance.yahoo.com, dan www.morningstar.com. Graham akan,
bagaimanapun, memperingatkan agar tidak mengandalkan secara eksklusif pada
sistem seperti itu; Anda harus menggunakan penilaian Anda sendiri untuk
melengkapi perangkat lunak.

Rata-rata Biaya Dolar

Bursa Efek New York telah berupaya keras untuk mempopulerkan "rencana pembelian bulannya", di mana seorang investor mencurahkan jumlah dolar yang sama setiap bulan untuk membeli satu atau lebih saham biasa. Ini adalah aplikasi dari jenis khusus "investasi formula" yang dikenal sebagai rata-rata biaya dolar. Selama sebagian besar pengalaman pasar yang sedang naik daun sejak tahun 1949, hasil dari prosedur semacam itu pasti sangat memuaskan, terutama karena mereka mencegah praktisi memusatkan pembelannya pada waktu yang salah.

Dalam studi komprehensif Lucile Tomlinson tentang rencana investasi formula,¹ penulis memaparkan hasil perhitungan dollar-cost averaging pada kelompok saham penyusun indeks industri Dow Jones. Pengujian dilakukan meliputi 23 periode pembelian sepuluh tahun, yang pertama berakhir pada tahun 1929, yang terakhir pada tahun 1952. Setiap pengujian menunjukkan keuntungan baik pada penutupan periode pembelian atau dalam lima tahun sesudahnya. Rata-rata keuntungan yang ditunjukkan pada akhir

23 periode pembelian adalah 21,5%, tidak termasuk dividen yang diterima. Tak perlu dikatakan, dalam beberapa kasus ada depresiasi sementara yang substansial pada nilai pasar. Nona Tomlinson mengakhiri diskusinya tentang formula investasi yang sangat sederhana ini dengan kalimat yang mencolok: "Belum ada yang menemukan formula lain untuk investasi yang dapat digunakan dengan begitu yakin akan kesuksesan akhir, terlepas dari apa yang mungkin terjadi pada harga keamanan, seperti Dollar Cost Averaging."

Mungkin keberatan bahwa rata-rata biaya dolar, meskipun pada prinsipnya baik, agak tidak realistis dalam praktiknya, karena hanya sedikit orang yang memiliki posisi sedemikian rupa sehingga mereka dapat memiliki investasi saham biasa dengan jumlah uang yang sama setiap tahun selama, katakanlah, 20 tahun. . Tampaknya bagi saya bahwa keberatan yang nyata ini telah kehilangan banyak kekuatannya dalam beberapa tahun terakhir. Saham biasa menjadi diterima secara umum sebagai komponen yang diperlukan dari program tabungan-investasi yang baik. Dengan demikian, pembelian saham biasa yang sistematis dan seragam mungkin tidak menimbulkan kesulitan psikologis dan keuangan yang lebih besar daripada pembayaran berkelanjutan yang serupa untuk obligasi

tabungan Amerika Serikat dan untuk asuransi jiwa—yang seharusnya saling melengkapi. Jumlah bulanan mungkin kecil, tetapi hasilnya setelah 20 tahun atau lebih bisa mengesankan dan penting bagi penabung.

Situasi Pribadi Investor

Pada awal bab ini kami merujuk secara singkat ke posisi pemilik portofolio individu. Mari kita kembali ke masalah ini, dalam terang diskusi kita selanjutnya tentang kebijakan umum. Sejauh mana jenis sekuritas yang dipilih oleh investor bervariasi dengan keadaannya? Sebagai contoh nyata yang mewakili kondisi yang sangat berbeda, kita akan mengambil: (1) seorang janda meninggalkan \$200.000 untuk menghidupi dirinya dan anak-anaknya; (2) seorang dokter yang sukses di pertengahan karir, dengan tabungan \$100,000 dan pertambahan tahunan sebesar \$10.000; dan (3) seorang pemuda berpenghasilan \$200 per minggu dan menabung \$1.000 setahun.*

Bagi para janda, masalah hidup dari penghasilannya merupakan hal yang sangat sulit. yang fiktif. Di sisi lain kebutuhan akan konservatisme dalam dirinya investasi adalah yang terpenting. Pembagian dananya kira-kira sama antara obligasi Amerika Serikat dan saham biasa kelas satu adalah a kompromi antara tujuan ini dan sesuai dengan gen kami resep umum untuk investor defensif. (Komponen stok dapat ditempatkan setinggi 75% jika investor secara psikologis dikupas untuk keputusan ini, dan jika dia hampir yakin dia tidak membeli pada tingkat yang terlalu tinggi. Tentunya ini tidak terjadi di awal 1972.)

Kami tidak menutup kemungkinan bahwa janda tersebut memenuhi syarat sebagai investor yang giat, dalam hal ini tujuan dan metodenya akan sangat berbeda. Satu hal yang janda tidak boleh lakukan adalah

untuk mengambil peluang spekulatif untuk "menghasilkan penghasilan tambahan."

Yang kami maksud dengan ini adalah berusaha untuk mendapatkan keuntungan atau pendapatan yang tinggi tanpa harus peralatan penting untuk menjamin kepercayaan penuh dalam kesuksesan secara keseluruhan. Dia

akan jauh lebih baik baginya untuk menarik \$2.000 per tahun dari cipta, untuk membuat kedua ujungnya bertemu, daripada mempertaruhkan setengahnya di kurang beralasan, dan karena itu spekulatif, usaha.

Dokter yang makmur tidak memiliki tekanan janda dan paksaan, namun kami percaya bahwa pilihannya cukup banyak sama. Apakah dia bersedia untuk mengambil minat serius dalam bisnis investasi? Jika dia tidak memiliki dorongan atau bakat, dia akan melakukan yang terbaik untuk

* Untuk memperbarui angka Graham, ambil setiap jumlah dolar di bagian ini dan kalikan dengan lima.

menerima peran mudah dari investor defensif. Pembagian portofolionya kemudian seharusnya tidak berbeda dari janda "tipikal", dan akan ada area pilihan pribadi yang sama dalam menentukan ukuran komponen stok. Tabungan tahunan harus diinvestasikan dalam proporsi yang hampir sama dengan total dana.

Rata-rata dokter mungkin lebih mungkin daripada janda rata-rata untuk memilih menjadi investor yang giat, dan dia mungkin lebih mungkin berhasil dalam usaha itu. Namun, dia memiliki satu kelemahan penting—fakta bahwa dia memiliki lebih sedikit waktu yang tersedia untuk memberikan pendidikan investasinya dan administrasi dananya. Faktanya, para petugas medis terkenal tidak berhasil dalam urusan keamanan mereka. Alasan untuk ini adalah bahwa mereka biasanya memiliki kepercayaan diri yang cukup pada kecerdasan mereka sendiri dan keinginan yang kuat untuk mendapatkan pengembalian yang baik atas uang mereka, tanpa menyadari bahwa untuk melakukannya dengan sukses memerlukan perhatian yang cukup besar terhadap masalah dan pendekatan profesional terhadap nilai-nilai keamanan.

Akhirnya, pria muda yang menabung \$1.000 per tahun—dan berharap untuk melakukan yang lebih baik secara bertahap—menemukan dirinya dengan pilihan yang sama, meskipun untuk alasan yang masih berbeda. Sebagian dari tabungannya harus masuk secara otomatis ke obligasi Seri E. Keseimbangannya sangat sederhana sehingga tampaknya tidak ada gunanya baginya untuk menjalani pendidikan yang keras dan disiplin temperamental untuk memenuhi syarat sebagai investor yang agresif. Jadi, upaya sederhana untuk program standar kami untuk investor defensif akan menjadi kebijakan yang paling mudah dan paling logis sekaligus.

Jangan sampai kita mengabaikan sifat manusia pada saat ini. Keuangan memiliki daya tarik bagi banyak anak muda yang cerdas dengan sarana terbatas. Mereka ingin menjadi cerdas dan giat dalam penempatan tabungan mereka, meskipun pendapatan investasi jauh lebih penting bagi mereka daripada gaji mereka. Sikap ini semuanya untuk kebaikan. Ada keuntungan besar bagi kapitalis muda untuk memulai pendidikan dan pengalaman keuangannya sejak dini. Jika dia akan beroperasi sebagai investor agresif, dia pasti akan membuat beberapa kesalahan dan menerima beberapa kerugian. Pemuda dapat menanggung kekecewaan ini dan mengambil keuntungan darinya. Kami mendorong pemula dalam pembelian sekuritas untuk tidak menyalahkan usaha dan uangnya untuk mencoba mengalahkan

pasar. Biarkan dia mempelajari nilai keamanan dan awalnya menguji penilaiannya tentang harga versus nilai dengan jumlah sekecil mungkin.

Jadi kita kembali ke pernyataan, yang dibuat di awal, bahwa

jenis sekuritas yang akan dibeli dan tingkat pengembalian yang dicari tidak bergantung pada sumber keuangan investor tetapi pada peralatan keuangannya dalam hal pengetahuan, pengalaman, dan temperamen.

Catatan tentang Konsep "Risiko"

Adalah konvensional untuk berbicara tentang obligasi yang baik sebagai kurang berisiko daripada saham preferen yang baik dan yang terakhir kurang berisiko daripada saham biasa yang baik. Dari sini diturunkan prasangka populer terhadap saham biasa karena mereka tidak "aman", yang ditunjukkan dalam survei Dewan Federal Reserve tahun 1948. Kami ingin menunjukkan bahwa kata "risiko" dan "keamanan" diterapkan untuk sekuritas dalam dua pengertian yang berbeda, dengan kebingungan yang dihasilkan dalam pemikiran.

Obligasi jelas terbukti tidak aman ketika ia gagal membayar bunga atau pokoknya. Demikian pula, jika saham preferen atau bahkan saham biasa dibeli dengan harapan bahwa tingkat dividen tertentu akan berlanjut, maka pengurangan atau pembagian dividen berarti terbukti tidak aman. Juga benar bahwa suatu investasi mengandung risiko jika ada kemungkinan wajar bahwa pemegangnya mungkin harus menjual pada saat harganya jauh di bawah biaya perolehan.

Namun demikian, gagasan risiko sering diperluas untuk diterapkan pada kemungkinan penurunan harga sekuritas, meskipun penurunan tersebut mungkin bersifat siklus dan sementara dan meskipun pemegangnya tidak mungkin dipaksa untuk menjual pada harga tersebut. Waktu. Peluang-peluang ini ada di semua sekuritas, selain obligasi tabungan Amerika Serikat, dan pada tingkat yang lebih besar di saham biasa daripada di masalah senior sebagai satu kelas. Tetapi kami percaya bahwa apa yang terlibat di sini bukanlah risiko yang sebenarnya dalam arti istilah yang berguna. Orang yang memegang hipotek pada sebuah bangunan mungkin harus menanggung kerugian besar jika dia terpaksa menjualnya pada waktu yang tidak menguntungkan. Unsur itu tidak diperhitungkan dalam menilai keamanan atau risiko hipotek real estat biasa, satu-satunya kriteria adalah kepastian pembayaran tepat waktu.

Dalam Bab 8 kami akan menyatakan keyakinan kami bahwa investor yang bonafide tidak kehilangan uang hanya karena harga

pasar dari kepemilikannya menurun; maka fakta bahwa penurunan dapat terjadi tidak

bukan berarti dia benar-benar menanggung risiko kerugian. Jika sekelompok investasi saham biasa yang dipilih dengan baik menunjukkan pengembalian keseluruhan yang memuaskan, yang diukur melalui jumlah tahun yang wajar, maka investasi kelompok ini telah terbukti “aman”. Selama periode itu nilai pasarnya pasti berfluktuasi, dan kemungkinan besar tidak akan dijual untuk sementara waktu di bawah biaya pembeli. Jika fakta itu membuat investasi “berisiko”, maka itu harus disebut berisiko dan aman pada saat yang bersamaan. Kebingungan ini dapat dihindari jika kita menerapkan konsep risiko semata-mata pada kerugian nilai yang diwujudkan melalui penjualan aktual, atau disebabkan oleh penurunan posisi perusahaan yang signifikan—atau, lebih sering mungkin, adalah akibat dari pembayaran, dari harga yang berlebihan dalam kaitannya dengan nilai intrinsik keamanan.²

Banyak saham biasa memang melibatkan risiko penurunan tersebut. Tetapi adalah tesis kami bahwa investasi kelompok yang dilaksanakan dengan benar dalam saham biasa tidak membawa risiko substansial semacam ini dan oleh karena itu tidak boleh disebut “berisiko” hanya karena unsur fluktuasi harga. Tetapi risiko seperti itu ada jika ada bahaya bahwa harga mungkin terbukti terlalu tinggi menurut standar nilai intrinsik—bahkan jika penurunan pasar yang parah berikutnya dapat diperoleh kembali bertahun-tahun kemudian.

Catatan tentang Kategori “Perusahaan Besar, Terkemuka, dan Dibiayai Secara Konservatif”

Ungkapan yang dikutip dalam keterangan kami digunakan sebelumnya dalam bab ini untuk menggambarkan jenis saham biasa yang investor defensif harus membatasi pembelian mereka—asalkan juga mereka telah membayar dividen terus-menerus selama beberapa tahun. Kriteria berdasarkan kata sifat selalu ambigu. Di mana garis pemisah untuk ukuran, keunggulan, dan konservatisme struktur keuangan? Pada poin terakhir, kita dapat menyarankan standar spesifik yang, meskipun arbitrer, sejalan dengan pemikiran yang diterima. Keuangan perusahaan industri tidak konservatif kecuali saham biasa (pada nilai buku) mewakili setidaknya setengah dari total kapitalisasi, termasuk semua utang bank.³ Untuk perkeretaapian atau utilitas publik, angkanya harus minimal 30%.

Kata-kata “besar” dan “terkemuka” membawa gagasan ukuran substansial dikombinasikan dengan posisi terdepan dalam industri. Seperti

perusahaan sering disebut sebagai "utama"; semua saham biasa lainnya kemudian disebut "sekunder", kecuali bahwa saham pertumbuhan biasanya ditempatkan di kelas yang terpisah oleh mereka yang membelinya. Untuk memberikan elemen konkret di sini, mari kita sarankan bahwa untuk menjadi "besar" dalam istilah masa kini, sebuah perusahaan harus memiliki aset \$50 juta atau menjalankan bisnis \$50 juta.* Sekali lagi untuk menjadi perusahaan yang "terkemuka" harus menempati peringkat di antara kuartal pertama atau sepertiga pertama dalam kelompok industrinya.

Akan tetapi, adalah bodoh untuk memaksakan kriteria sewenang-wenang seperti itu. Mereka ditawarkan hanya sebagai panduan bagi mereka yang mungkin meminta bimbingan. Tetapi aturan apa pun yang mungkin ditetapkan oleh investor untuk dirinya sendiri dan yang tidak melanggar makna akal sehat dari "besar" dan "menonjol" harus dapat diterima. Berdasarkan sifat kasusnya, pasti ada sekelompok besar perusahaan yang beberapa akan dan yang lain tidak akan termasuk di antara mereka yang cocok untuk investasi defensif. Tidak ada salahnya keragaman pendapat dan tindakan tersebut. Faktanya, ini memiliki efek yang bermanfaat pada kondisi pasar saham, karena memungkinkan diferensiasi bertahap atau transisi antara kategori penerbitan saham primer dan sekunder.

* Di pasar saat ini, untuk dianggap besar, perusahaan harus memiliki total nilai saham (atau "kapitalisasi pasar") setidaknya \$10 miliar. Menurut pemeriksa stok online

di <http://screen.yahoo.com/stocks.html>, yang memberi Anda sekitar 300 saham untuk dipilih pada awal 2003.

KOMENTAR PADA BAB 5

Kebahagiaan manusia tidak banyak dihasilkan oleh Potongan-potongan besar Keberuntungan yang jarang terjadi, melainkan oleh Keuntungan-keuntungan kecil yang terjadi setiap hari.

—*Benjamin Franklin*

THE BEST DEFENSE IS AGOOD OFFENSE

Setelah pertumpahan darah pasar saham beberapa tahun terakhir, mengapa ada investor defensif yang menaruh sepeser pun ke dalam saham?

Pertama, ingat desakan Graham bahwa seberapa defensif Anda seharusnya tidak bergantung pada toleransi Anda terhadap risiko daripada pada kesediaan Anda untuk meluangkan waktu dan energi ke dalam portofolio Anda. Dan jika Anda melakukannya dengan cara yang benar, berinvestasi di saham semudah memarkir uang Anda di obligasi dan uang tunai. (Seperti yang akan kita lihat di Bab 9, Anda dapat membeli reksa dana indeks pasar saham tanpa usaha lebih dari yang diperlukan untuk berpakaian di pagi hari.)

Di tengah bear market yang dimulai pada tahun 2000, wajar jika Anda merasa terbakar—dan pada gilirannya, perasaan itu membuat Anda bertekad untuk tidak pernah membeli saham lagi. Seperti pepatah Turki kuno mengatakan, "Setelah Anda membakar mulut Anda dengan susu panas, Anda meniup yogurt Anda." Karena kehancuran tahun 2000–2002 begitu mengerikan, banyak investor sekarang memandang saham sebagai risiko yang sangat tinggi; tetapi, secara paradoks, tindakan crashing telah mengambil banyak risiko dari pasar saham. Itu adalah susu panas sebelumnya, tetapi sekarang yogurt suhu kamar.

Dilihat secara logis, keputusan apakah akan memiliki saham hari ini tidak ada hubungannya dengan berapa banyak uang yang mungkin hilang dengan memilikinya beberapa tahun yang lalu. Ketika harga saham cukup masuk akal untuk memberi Anda pertumbuhan di masa depan, maka Anda harus memilikinya, terlepas dari kerugian yang mungkin ditimbulkannya kepada Anda di masa lalu. Itu lebih benar ketika imbal hasil obligasi rendah, mengurangi pengembalian di masa depan atas investasi yang menghasilkan pendapatan.

Seperti yang telah kita lihat di Bab 3, harga saham (pada awal 2003) hanya sedikit terlalu mahal menurut standar historis. Sementara itu, pada harga baru-baru ini, obligasi menawarkan imbal hasil yang sangat rendah sehingga investor yang membelinya karena dianggap aman adalah seperti seorang perokok yang berpikir bahwa dia dapat melindungi dirinya dari kanker paru-paru dengan merokok rokok rendah tar. Tidak peduli seberapa defensif Anda sebagai investor—dalam pengertian Graham tentang perawatan yang rendah, atau dalam pengertian kontemporer tentang risiko rendah—nilai saat ini berarti bahwa Anda harus menyimpan setidaknya sebagian uang Anda di saham.

Untungnya, tidak pernah semudah ini bagi investor defensif untuk membeli saham. Dan portofolio autopilot permanen, yang dengan mudah menempatkan sedikit uang Anda untuk bekerja setiap bulan dalam investasi yang telah ditentukan, dapat melindungi Anda dari kebutuhan untuk mendedikasikan sebagian besar hidup Anda untuk memilih saham.

APAKAH KAU TAHU "KAU TAHU"?

Tapi pertama-tama, mari kita lihat sesuatu yang harus selalu dipertahankan oleh investor defensif: keyakinan bahwa Anda dapat memilih saham tanpa melakukan pekerjaan rumah. Pada 1980-an dan awal 1990-an, salah satu slogan investasi paling populer adalah "beli apa yang Anda tahu." Peter Lynch—siapa dari

1977 hingga 1990 mengujicobakan Fidelity Magellan ke rekam jejak terbaik yang pernah disusun oleh reksa dana—adalah pengkhotbah paling karismatik dari Injil ini. Lynch berpendapat bahwa investor amatir memiliki keuntungan yang investor profesional lupa bagaimana menggunakan: "kekuatan pengetahuan umum." Jika Anda menemukan restoran, mobil, pasta gigi, atau jeans baru yang bagus—atau jika Anda memperhatikan bahwa tempat parkir di bisnis terdekat selalu penuh atau bahwa orang-orang masih bekerja di kantor pusat perusahaan lama setelah Jay Leno mengudara—maka Anda memiliki wawasan pribadi tentang saham yang mungkin tidak akan pernah diketahui oleh seorang analis profesional atau manajer portofolio. Seperti yang dikatakan Lynch, "Selama seumur hidup membeli mobil atau kamera, Anda mengembangkan perasaan tentang apa yang baik dan apa yang buruk, apa yang laku dan apa yang tidak . . . dan yang terpenting adalah,"¹

Aturan Lynch—“Anda bisa mengungguli para ahli jika Anda menggunakan keunggulan Anda dengan berinvestasi di perusahaan atau industri yang sudah Anda pahami”—tidak

’Peter Lynch dengan John Rothchild, *One Up on Wall Street* (Penguin, 1989), hlm. 23.

benar-benar tidak masuk akal, dan ribuan investor telah mendapat untung darinya selama bertahun-tahun. Tetapi aturan Lynch hanya dapat bekerja jika Anda mengikuti konsekuensinya juga: "Menemukan perusahaan yang menjanjikan hanyalah langkah pertama. Langkah selanjutnya adalah melakukan penelitian." Untuk kreditnya, Lynch bersikeras bahwa tidak seorang pun boleh berinvestasi di sebuah perusahaan, tidak peduli seberapa hebat produknya atau seberapa ramai tempat parkirnya, tanpa mempelajari laporan keuangannya dan memperkirakan nilai bisnisnya.

Sayangnya, sebagian besar pembeli saham mengabaikan bagian itu.

Barbra Streisand, diva perdagangan harian, mempersonifikasikan cara orang menyalahgunakan ajaran Lynch. Pada tahun 1999 dia berkata, "Kami pergi ke Starbucks setiap hari, jadi saya membeli saham Starbucks." Tapi Gadis Lucu lupa bahwa tidak peduli seberapa besar Anda menyukai latte kurus tinggi itu, Anda masih harus menganalisis laporan keuangan Starbucks dan memastikan stoknya tidak lebih mahal daripada kopinya. Pembeli saham yang tak terhitung jumlahnya membuat kesalahan yang sama dengan memuat saham Amazon.com karena mereka menyukai situs web atau membeli saham e*Trade karena itu adalah broker online mereka sendiri.

"Para ahli" juga memberikan kepercayaan pada ide tersebut. Dalam sebuah wawancara yang disiarkan televisi di CNN pada akhir 1999, manajer portofolio Kevin Landis dari Firsthand Funds ditanya dengan sedih, "Bagaimana Anda melakukannya? Kenapa aku tidak bisa melakukannya, Kevin?" (Dari tahun 1995 sampai akhir 1999, dana Firsthand Technology Value menghasilkan rata-rata keuntungan tahunan sebesar 58,2%.) "Yah, Anda bisa melakukannya," kicau Landis. "Yang benar-benar perlu Anda lakukan adalah fokus pada hal-hal yang Anda ketahui, dan tetap dekat dengan suatu industri, dan berbicara dengan orang-orang yang bekerja di dalamnya setiap hari."²

Penyimpangan paling menyakitkan dari aturan Lynch terjadi dalam rencana pensiun perusahaan. Jika Anda seharusnya "membeli apa yang Anda tahu," lalu apa yang mungkin bisa menjadi investasi yang lebih baik untuk 401(k) Anda daripada saham perusahaan Anda sendiri? Lagi pula, Anda bekerja di sana; tidakkah Anda tahu lebih banyak tentang perusahaan daripada yang bisa dilakukan orang luar? Sayangnya, para karyawan

²Wawancara Kevin Landis di CNN In the Money, 5 November 1999, 11SEBUAH.M. Waktu Standar Timur. Jika catatan Landis sendiri merupakan indikasi, fokus pada "hal-hal yang Anda ketahui" bukanlah "semua yang benar-benar perlu Anda

lakukan" untuk memilih saham dengan sukses. Dari akhir tahun 1999 hingga akhir tahun 2002, dana Landis (penuh dengan perusahaan teknologi yang ia klaim tahu "secara langsung" dari basisnya di Lembah Silikon) kehilangan 73,2% nilainya, bahkan lebih buruk daripada rata-rata dana teknologi yang diderita. selama periode itu.

dari Enron, Global Crossing, dan WorldCom—banyak di antara mereka yang menempatkan hampir semua aset pensiun mereka di saham perusahaan mereka sendiri, hanya untuk dimusnahkan—mengetahui bahwa orang dalam sering kali hanya memiliki ilusi pengetahuan, bukan hal yang sebenarnya.

Psikolog yang dipimpin oleh Baruch Fischhoff dari Carnegie Mellon University telah mendokumentasikan fakta yang mengganggu: menjadi lebih akrab dengan suatu subjek tidak secara signifikan mengurangi kecenderungan orang untuk melebih-lebihkan seberapa banyak yang sebenarnya mereka ketahui tentangnya.³ Itulah mengapa "berinvestasi dalam apa yang Anda ketahui" bisa sangat berbahaya; semakin Anda tahu masuk, semakin kecil kemungkinan Anda untuk menyelidiki saham untuk kelemahan. Bentuk terlalu percaya diri yang merusak ini disebut "bias rumah", atau kebiasaan berpegang teguh pada apa yang sudah biasa:

- Investor individu memiliki tiga kali lebih banyak saham di perusahaan telepon lokal mereka daripada gabungan semua perusahaan telepon lainnya.
- Reksa dana tipikal memiliki saham yang kantor pusatnya 115 mil lebih dekat ke kantor utama dana daripada rata-rata perusahaan AS.
- 401 (k) investor menyimpan antara 25% dan 30% dari aset pensiun mereka di saham perusahaan mereka sendiri.⁴

Singkatnya, keakraban melahirkan kepuasan. Di berita TV, bukankah selalu tetangga atau sahabat atau orang tua penjahat yang berkata dengan suara terkejut, "Dia pria yang baik"? Itu karena setiap kali kita terlalu dekat dengan seseorang atau sesuatu, kita menerima begitu saja keyakinan kita, alih-alih mempertanyakannya seperti yang kita lakukan ketika kita menghadapi sesuatu yang lebih jauh. Semakin akrab suatu saham, semakin besar kemungkinannya untuk mengubah investor defensif menjadi investor malas yang berpikir bahwa tidak perlu melakukan pekerjaan rumah. Jangan biarkan itu terjadi pada Anda.

³Sarah Lichtenstein dan Baruch Fischhoff, "Apakah Mereka yang Tahu Lebih Banyak Juga Tahu Lebih Banyak tentang Seberapa Banyak Yang Mereka Ketahui?" *Perilaku Organisasi dan Kinerja Manusia*, vol. 20, tidak. 2, Desember 1977, hlm. 159–183.

⁴Lihat Gur Huberman, "Keakraban Menumbuhkan Investasi"; Joshua D. Coval dan Tobias J. Moskowitz, "Geografi Investasi"; dan Gur Huberman dan Paul

Sengmuller, “Saham Perusahaan dalam Paket 401(k),” semuanya tersedia di <http://papers.ssrn.com>.

APAKAH KAU BISA KAU RO WN?

Untungnya, bagi investor defensif yang bersedia melakukan pekerjaan rumah yang diperlukan untuk menyusun portofolio saham, ini adalah Zaman Keemasan: Belum pernah dalam sejarah keuangan memiliki saham begitu murah dan nyaman.⁵

Lakukan sendiri. Melalui broker online khusus seperti www.sharebuilder.com, www.foliofn.com, dan www.buyandhold.com, Anda dapat membeli saham secara otomatis bahkan jika Anda memiliki sedikit uang tunai. Situs web ini hanya mengenakan biaya \$4 untuk setiap pembelian berkala dari ribuan saham AS yang mereka sediakan. Anda dapat berinvestasi setiap minggu atau setiap bulan, menginvestasikan kembali dividen, dan bahkan meneteskan uang Anda ke dalam saham melalui penarikan elektronik dari rekening bank Anda atau setoran langsung dari gaji Anda. Sharebuilder mengenakan biaya lebih untuk menjual daripada membeli—mengingat Anda, seperti pukulan kecil di hidung dengan koran yang digulung, bahwa penjualan cepat adalah investasi yang tidak boleh—sementara FolioFN menawarkan alat pelacakan pajak yang sangat baik.

Tidak seperti pialang tradisional atau reksa dana yang tidak akan membiarkan Anda masuk dengan harga kurang dari \$2.000 atau \$3.000, perusahaan online ini tidak memiliki saldo akun minimum dan dibuat khusus untuk investor pemula yang ingin menempatkan portofolio pemula dengan autopilot. Yang pasti, biaya transaksi sebesar \$4 mengambil gigitan 8% yang mengerikan dari investasi bulanan \$50—tetapi jika hanya itu uang yang dapat Anda sisihkan, maka situs investasi mikro ini adalah satu-satunya permainan di kota untuk membangun portofolio yang terdiversifikasi.

Anda juga dapat membeli saham individu langsung dari perusahaan penerbit. Pada tahun 1994, Komisi Sekuritas dan Bursa AS melonggarkan borgol yang telah lama dijepit pada penjualan langsung saham ke publik. Ratusan perusahaan merespon dengan membuat program bebas internet yang memungkinkan investor untuk membeli saham tanpa melalui broker. Beberapa sumber informasi online yang bermanfaat tentang membeli saham secara langsung termasuk www.dripcentral.com, www.netstockdirect.com (afiliasi dari Sharebuilder), dan www.stockpower.com.

⁵Menurut profesor keuangan Charles Jones dari Columbia Business School, biaya perdagangan kecil satu arah (baik membeli atau menjual) di saham yang terdaftar di Bursa Efek New York turun dari sekitar 1,25% pada hari Graham menjadi

sekitar 0,25% pada tahun 2000. Untuk institusi seperti reksa dana, biaya tersebut sebenarnya lebih tinggi. (Lihat Charles M. Jones, "Satu Abad Likuiditas Pasar Saham dan Biaya Perdagangan," di <http://papers.ssrn.com>.)

Anda mungkin sedang dikenakan biaya gangguan yang dapat melebihi \$25 pertahun. Meski begitu, program pembelian saham langsung biasanya lebih murah daripada pialang saham.

Berhati-hatilah, bagaimanapun, bahwa membeli saham sedikit demi sedikit selama bertahun-tahun dapat memicu sakit kepala pajak yang besar. Jika Anda tidak siap untuk menyimpan catatan pembelian Anda secara permanen dan terperinci, jangan membeli di tempat pertama. Terakhir, jangan berinvestasi hanya pada satu saham—atau bahkan hanya segelintir saham yang berbeda. Kecuali Anda tidak bersedia untuk menyebarkan taruhan Anda, Anda tidak boleh bertaruh sama sekali. Pedoman Graham untuk memiliki antara 10 dan 30 saham tetap merupakan titik awal yang baik bagi investor yang ingin memilih saham mereka sendiri, tetapi Anda harus memastikan bahwa Anda tidak terlalu terpapar pada satu industri.⁶(Untuk mengetahui lebih lanjut tentang cara memilih saham individual yang akan membentuk portofolio Anda, lihat hlm. 114–115 dan Bab 11, 14, dan 15.)

Jika, setelah Anda membuat portofolio autopilot online seperti itu, Anda mendapati diri Anda berdagang lebih dari dua kali setahun—atau menghabiskan lebih dari satu atau dua jam per bulan, total, untuk investasi Anda—maka ada sesuatu yang salah. Jangan biarkan kemudahan dan nuansa internet yang terkini membuat Anda menjadi seorang spekulan. Seorang investor defensif menjalankan—dan memenangkan—perlombaan dengan duduk diam.

Dapatkan bantuan. Investor defensif juga dapat memiliki saham melalui pialang diskon, perencanaan keuangan, atau pialang saham layanan lengkap. Di pialang diskon, Anda harus melakukan sebagian besar pekerjaan pengambilan saham sendiri; Pedoman Graham akan membantu Anda membuat portofolio inti yang membutuhkan perawatan minimal dan menawarkan peluang maksimal untuk pengembalian yang stabil. Di sisi lain, jika Anda tidak dapat meluangkan waktu atau mengumpulkan minat untuk melakukannya sendiri, tidak ada alasan untuk merasa malu mempekerjakan seseorang untuk memilihkan saham atau reksa dana untuk Anda. Tapi ada satu tanggung jawab yang tidak boleh Anda delegasikan. Anda, dan tidak seorang pun kecuali Anda, harus menyelidiki (sebelum Anda menyerahkan uang Anda) apakah seorang penasihat dapat dipercaya dan mengenakan biaya yang wajar. (Untuk petunjuk lebih lanjut, lihat Bab 10.)

Pertanian itu. Reksa dana adalah cara utama bagi investor defensif untuk menangkap keuntungan kepemilikan saham tanpa penurunan.

⁶Untuk membantu menentukan apakah saham yang Anda miliki cukup terdiversifikasi di berbagai sektor industri, Anda dapat menggunakan fungsi “X-Ray Instan” gratis di www.morningstar.com atau

lihat informasi sektor (Standar Klasifikasi Industri Global)
di www.standardandpoors.com.

sisi harus polisi portofolio Anda sendiri. Dengan biaya yang relatif rendah, Anda dapat membeli diversifikasi dan kenyamanan tingkat tinggi—membiarkan profesional memilih dan mengawasi stok untuk Anda. Dalam bentuk terbaiknya—portofolio indeks—reksa dana hampir tidak memerlukan pemantauan atau pemeliharaan apa pun. Dana indeks adalah jenis investasi Rip Van Winkle yang sangat tidak mungkin menyebabkan penderitaan atau kejutan bahkan jika, seperti petani malas Washington Irving, Anda tertidur selama 20 tahun. Mereka adalah impian investor defensif yang menjadi kenyataan. Untuk lebih jelasnya, lihat Bab 9.

FI LLI NGIN TH EPO TH OLE S

Saat pasar keuangan naik turun dari hari ke hari, investor defensif dapat mengendalikan kekacauan. Penolakan Anda untuk aktif, penolakan Anda terhadap kemampuan berpura-pura untuk memprediksi masa depan, dapat menjadi senjata Anda yang paling kuat. Dengan menempatkan setiap keputusan investasi pada autopilot, Anda menghilangkan delusi diri bahwa Anda tahu ke mana arah saham, dan Anda mengambil kekuatan pasar untuk mengecewakan Anda tidak peduli betapa anehnya itu memantul.

Sebagai catatan Graham, "rata-rata biaya dolar" memungkinkan Anda untuk memasukkan sejumlah uang tetap ke dalam investasi secara berkala. Setiap minggu, bulan, atau kuartal kalender, Anda membeli lebih banyak—apakah pasar telah (atau akan naik) naik, turun, atau menyamping. Setiap perusahaan reksa dana atau perusahaan pialang besar dapat secara otomatis dan aman mentransfer uang secara elektronik untuk Anda, sehingga Anda tidak perlu menulis cek atau merasakan pembayaran yang disengaja. Itu semua tidak terlihat, keluar dari pikiran.

Cara ideal untuk mendapatkan rata-rata biaya dolar adalah ke dalam portofolio dana indeks, yang memiliki setiap saham atau obligasi yang berharga. Dengan begitu, Anda tidak hanya meninggalkan permainan tebak-tebakan ke mana arah pasar, tetapi sektor pasar mana—dan saham atau obligasi tertentu di dalamnya—yang akan melakukan yang terbaik.

Katakanlah Anda dapat menyisihkan \$500 sebulan. Dengan memiliki dan rata-rata biaya dolar menjadi hanya tiga dana indeks—\$300 menjadi satu yang memegang total pasar saham AS, \$100 menjadi satu yang memegang saham asing, dan

\$100 menjadi satu yang memegang obligasi AS—Anda dapat memastikan bahwa Anda memiliki hampir setiap investasi di planet ini yang layak dimiliki. Setiap

⁷Untuk lebih lanjut tentang alasan untuk menyimpan sebagian dari portofolio Anda di saham asing, lihat hlm. 186–187.

bulan, seperti jarum jam, Anda membeli lebih banyak. Jika pasar telah turun, jumlah preset Anda lebih jauh, membelikan Anda lebih banyak saham daripada bulan sebelumnya. Jika pasar telah naik, maka uang Anda akan membelikan Anda lebih sedikit saham. Dengan menempatkan portofolio Anda pada autopilot permanen dengan cara ini, Anda mencegah diri Anda dari membuang uang di pasar tepat ketika tampaknya paling memikat (dan sebenarnya paling berbahaya) atau menolak untuk membeli lebih banyak setelah jatuhnya pasar telah membuat investasi benar-benar lebih murah (tetapi tampaknya lebih "berisiko").

Menurut Ibbotson Associates, firma riset keuangan terkemuka, jika Anda menginvestasikan \$12.000 dalam indeks 500 saham Standard & Poor pada awal September 1929, 10 tahun kemudian Anda hanya memiliki sisa \$7.223. Tetapi jika Anda memulai dengan \$100 dan hanya menginvestasikan \$100 lagi setiap bulan, maka pada bulan Agustus 1939, uang Anda akan bertambah menjadi \$15.571! Itulah kekuatan pembelian yang disiplin—bahkan dalam menghadapi Depresi Hebat dan pasar beruang terburuk sepanjang masa.⁸

Gambar 5-1 menunjukkan keajaiban dolar-biaya rata-rata di pasar beruang yang lebih baru.

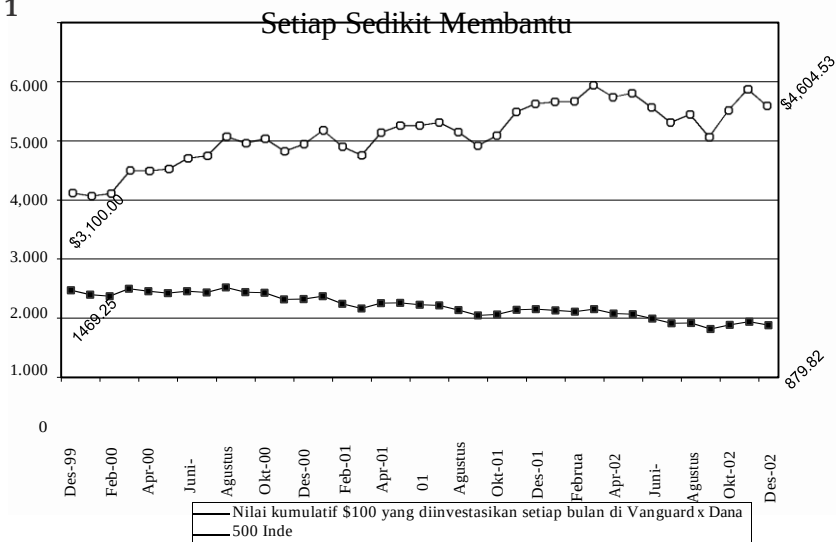
Yang terbaik dari semuanya, begitu Anda membangun portofolio autopilot permanen dengan dana indeks sebagai jantung dan intinya, Anda akan dapat menjawab setiap pertanyaan pasar dengan respons paling kuat yang pernah dimiliki investor defensif: "Saya tidak tahu. dan aku tidak peduli." Jika seseorang bertanya apakah obligasi akan mengungguli saham, jawab saja, "Saya tidak tahu dan saya tidak peduli"—bagaimanapun juga, Anda secara otomatis membeli keduanya. Akankah saham perawatan kesehatan membuat saham teknologi tinggi terlihat sakit? "Saya tidak tahu dan saya tidak peduli"—Anda adalah pemilik tetap keduanya. Apa Microsoft selanjutnya? "Saya tidak tahu dan saya tidak peduli"—segera setelah cukup besar untuk dimiliki, dana indeks Anda akan memilikinya, dan Anda akan ikut serta. Akankah saham asing mengalahkan saham AS tahun depan? "Saya tidak tahu dan saya tidak peduli"—jika mereka tahu, Anda akan mendapatkan keuntungan itu; jika tidak, Anda bisa membeli lebih banyak dengan harga lebih rendah.

Dengan memungkinkan Anda untuk mengatakan "Saya tidak tahu dan saya tidak peduli," portofolio autopilot permanen membebaskan Anda dari perasaan bahwa Anda perlu meramalkan apa yang akan dilakukan pasar keuangan—dan ilusi bahwa

*Sumber: data spreadsheet disediakan oleh Ibbotson Associates. Meskipun investor ritel tidak mungkin membeli seluruh indeks S&P 500 sampai tahun 1976, contoh tersebut membuktikan kekuatan membeli lebih banyak ketika harga saham turun.

GAMBAR 5-

1



Dari akhir 1999 hingga akhir 2002, rata-rata saham S&P 500 jatuh tanpa henti. Tetapi jika Anda telah membuka rekening dana indeks dengan investasi minimum \$3.000 dan menambahkan \$100 setiap bulan, total pengeluaran Anda sebesar \$6.600 akan kehilangan 30,2%—jauh lebih kecil dari penurunan 41,3% di pasar. Lebih baik lagi, pembelian stabil Anda pada harga yang lebih rendah akan membangun dasar untuk pemulihan eksplosif ketika pasar rebound.

Sumber: Grup Vanguard

orang lain bisa. Pengetahuan tentang betapa sedikit yang dapat Anda ketahui tentang masa depan, ditambah dengan penerimaan ketidaktauan Anda, adalah senjata paling ampuh bagi investor defensif.

BAB 6

Kebijakan Portofolio untuk Pengusaha

Investor: Pendekatan Negatif

*T*investor "agresif" harus memulai dari dasar yang sama dengan investor defensif, yaitu, pembagian dana antara obligasi bermutu tinggi dan saham biasa bermutu tinggi yang dibeli dengan harga yang wajar.* Ia akan siap untuk bercabang ke jenis lain komitmen keamanan, tetapi dalam setiap kasus dia akan menginginkan pembenaran yang masuk akal untuk kepergiannya. Ada kesulitan dalam membahas topik ini secara teratur, karena tidak ada pola tunggal atau ideal untuk operasi agresif. Bidang pilihan luas; seleksi harus bergantung tidak hanya pada kompetensi dan peralatan individu tetapi mungkin juga pada minat dan preferensinya.

Generalisasi yang paling berguna bagi investor yang giat adalah dari jenis yang negatif. Biarkan dia meninggalkan saham preferen bermutu tinggi kepada pembeli perusahaan. Biarkan dia juga menghindari jenis obligasi dan saham preferen yang lebih rendah kecuali mereka dapat dibeli dengan harga murah—yang berarti biasanya dengan harga setidaknya 30% di bawah par untuk kupon tinggi.

* Di sini Graham telah membuat lidah terpeleset. Setelah menegaskan di Bab 1 bahwa definisi investor "wirausaha" tidak bergantung pada jumlah risiko yang Anda cari, tetapi jumlah pekerjaan yang ingin Anda lakukan, Graham kembali pada gagasan konvensional bahwa investor giat lebih "agresif". .” Namun, sisa bab ini menjelaskan bahwa Graham berdiri dengan definisi aslinya. (Ekonomi besar Inggris John Maynard Keynes tampaknya adalah orang pertama yang menggunakan istilah “perusahaan” sebagai sinonim untuk investasi analitis.)

masalah, dan apalagi untuk kupon yang lebih rendah.* Dia akan membiarkan orang lain membeli obligasi pemerintah asing, meskipun hasilnya mungkin menarik. Dia juga akan mewaspadai semua jenis masalah baru, termasuk obligasi konversi dan saham preferen yang tampaknya cukup menggiurkan dan saham biasa dengan pendapatan luar biasa yang terbatas pada masa lalu.

Untuk investasi obligasi standar, investor agresif sebaiknya mengikuti pola yang disarankan kepada rekan defensifnya, dan membuat pilihannya antara masalah kena pajak tingkat tinggi, yang sekarang dapat dipilih untuk menghasilkan sekitar 7½%, dan obligasi bebas pajak berkualitas baik, yang menghasilkan hingga 5,30% pada jatuh tempo yang lebih lama.†

Obligasi Kelas Dua dan Saham Preferen

Karena pada akhir tahun 1971 dimungkinkan untuk menemukan obligasi korporasi kelas satu untuk menghasilkan 7½%, dan bahkan lebih, tidak masuk akal untuk membeli edisi kelas dua hanya untuk pengembalian yang lebih tinggi yang mereka tawarkan. Kenyataannya, perusahaan dengan reputasi kredit yang relatif buruk telah menemukan bahwa hampir tidak mungkin untuk menjual “obligasi langsung”—yaitu, obligasi yang tidak dapat dikonversi—kepada publik dalam dua tahun terakhir. Oleh karena itu pembiayaan utang mereka telah dilakukan dengan penjualan obligasi konversi (atau obligasi dengan waran terlampir), yang menempatkan mereka dalam kategori terpisah. Oleh karena itu, hampir semua obligasi yang tidak dapat dikonversi dengan peringkat lebih rendah mewakili masalah lama yang dijual dengan diskon besar. Dengan demikian, mereka menawarkan kemungkinan keuntungan substansial dalam nilai pokok di bawah kondisi masa depan yang menguntungkan—yang berarti di sini merupakan kombinasi dari peringkat kredit yang lebih baik untuk perusahaan dan tingkat bunga umum yang lebih rendah.

* “Masalah kupon tinggi” adalah obligasi korporasi yang membayar suku bunga di atas rata-rata (di pasar saat ini, setidaknya 8%) atau saham preferen yang membayar imbal hasil dividen yang besar (10% atau lebih). Jika sebuah perusahaan harus membayar tingkat bunga yang tinggi untuk meminjam uang, itu adalah sinyal fundamental bahwa itu berisiko. Untuk informasi lebih lanjut tentang obligasi hasil tinggi atau “sampah”, lihat hlm. 145–147.

Pada awal 2003, imbal hasil yang setara kira-kira 5,1% pada obligasi korporasi bermutu tinggi dan 4,7% pada obligasi daerah bebas pajak 20 tahun. Untuk memperbarui hasil ini, lihat www.bondsonline.com/asp/news/composites/html atau www.bloomberg.com/markets/rates.html atau www.bloomberg.com/markets/psamuni.html.

Tetapi bahkan dalam hal diskon harga dan peluang yang dihasilkan dari keuntungan pokok, obligasi kelas dua bersaing dengan penerbitan yang lebih baik. Beberapa kewajiban yang mengakar kuat dengan tingkat kupon "gaya lama" ($2\frac{1}{2}\%$ hingga 4%) dijual dengan harga sekitar 50 sen dolar pada tahun 1970. Contoh: American Telephone & Telegraph $2\frac{1}{2}\%$, jatuh tempo 1986 dijual 51; Atchison Topeka & Santa Fe RR 4% , jatuh tempo tahun 1995, dijual seharga 51; McGraw-Hill $3\frac{1}{2}\%$, jatuh tempo tahun 1992, dijual seharga 50%.

Oleh karena itu, dalam kondisi akhir tahun 1971, investor yang giat mungkin dapat memperoleh dari penjualan obligasi bermutu baik dengan diskon besar, semua yang ia inginkan secara wajar dalam bentuk pendapatan dan peluang apresiasi.

Sepanjang buku ini kami mengacu pada kemungkinan bahwa situasi pasar yang terdefinisi dengan baik dan berlarut-larut di masa lalu dapat kembali di masa depan. Oleh karena itu kita harus mempertimbangkan kebijakan apa yang mungkin harus dipilih oleh investor agresif di bidang obligasi jika harga dan imbal hasil dari penerbitan bermutu tinggi harus kembali ke keadaan normal sebelumnya. Untuk alasan ini kami akan mencetak ulang di sini pengamatan kami pada poin yang dibuat pada edisi 1965, ketika obligasi bermutu tinggi hanya menghasilkan $4\frac{1}{2}\%$.

Sesuatu harus dikatakan sekarang tentang berinvestasi dalam masalah kelas dua, yang dapat dengan mudah ditemukan untuk menghasilkan pengembalian tertentu hingga 8% atau lebih. Perbedaan utama antara obligasi kelas satu dan obligasi kelas dua biasanya ditemukan pada berapa kali beban bunga telah ditutupi oleh pendapatan. Contoh: Pada awal 1964

Chicago, Milwaukee, St. Paul dan Pacific 5% pendapatan obligasi debenture, di 68, menghasilkan $7,35\%$. Tetapi total biaya bunga jalan, sebelum pajak penghasilan, hanya diperoleh 1,5 kali pada tahun 1963, dibandingkan dengan persyaratan kami 5 kali untuk masalah kereta api yang terlindungi dengan baik.¹

Banyak investor membeli sekuritas semacam ini karena mereka "membutuhkan pendapatan" dan tidak dapat menerima sedikit pengembalian yang ditawarkan oleh masalah kelas atas. Pengalaman dengan jelas menunjukkan bahwa tidak bijaksana untuk membeli obligasi atau obligasi yang tidak memiliki keamanan yang memadai hanya karena imbal hasil yang menarik.* (Di sini kata "hanya" menyiratkan bahwa penerbitannya tidak dijual dengan diskon besar

dan dengan demikian tidak menawarkan keuntungan. kesempatan untuk mendapatkan keuntungan substansial dalam nilai pokok.) Jika sekuritas tersebut dibeli dengan harga penuh—yaitu, tidak banyak poin di bawah

* Untuk contoh terbaru yang dengan menyakitkan memperkuat poin Graham, lihat hal. 146 di bawah.

100 *—kemungkinannya sangat besar bahwa di masa depan pemegang akan melihat kutipan yang jauh lebih rendah. Karena ketika bisnis yang buruk datang, atau hanya pasar yang buruk, masalah semacam ini terbukti sangat rentan terhadap mantra tenggelam yang parah; sering bunga atau dividen ditanggihkan atau setidaknya terancam punah, dan sering ada kelemahan harga yang nyata meskipun hasil operasi sama sekali tidak buruk.

Sebagai ilustrasi khusus dari karakteristik masalah senior kualitas kedua ini, mari kita rangkum perilaku harga dari sepuluh obligasi pendapatan perkeretaapian pada tahun 1946–47. Ini terdiri dari semua yang dijual dengan harga 96 atau lebih pada tahun 1946, harga tinggi mereka rata-rata 102%. Pada tahun berikutnya, grup tersebut hanya mencatatkan harga rendah rata-rata

68, kehilangan sepertiga dari nilai pasar dalam waktu yang sangat singkat. Cukup aneh, rel kereta api negara itu menunjukkan pendapatan yang jauh lebih baik pada tahun 1947 daripada pada tahun 1946; karenanya penurunan harga yang drastis bertentangan dengan gambaran bisnis dan merupakan cerminan dari aksi jual di pasar umum. Tetapi harus ditunjukkan bahwa penyusutan dalam obligasi pendapatan ini secara proporsional lebih besar daripada di saham biasa dalam daftar industri Dow Jones (sekitar 23%). Jelas pembeli obligasi ini dengan biaya di atas 100 tidak dapat berharap untuk berpartisipasi dalam peningkatan lebih lanjut di pasar sekuritas. Satu-satunya fitur yang menarik adalah hasil pendapatan, rata-rata sekitar 4,25% (dibandingkan 2,50% untuk obligasi kelas satu, keuntungan 1,75% dalam pendapatan tahunan).

Contoh di atas memungkinkan kita untuk menghormati kekeliruan populer yang disebut sebagai "investasi pengusaha". Itu melibatkan pembelian keamanan yang menunjukkan hasil yang lebih besar daripada yang dapat diperoleh pada masalah bermutu tinggi dan membawa risiko yang lebih besar. Adalah bisnis yang buruk untuk menerima

* Harga obligasi dikutip dalam persentase "nilai nominal", atau 100. Obligasi dengan harga "85" dijual dengan 85% dari nilai pokoknya; obligasi yang semula ditawarkan seharga \$10.000, tetapi sekarang dijual dengan harga 85, akan berharga \$8.500. Ketika obligasi dijual di bawah 100, itu disebut obligasi "diskon"; di atas 100, mereka menjadi obligasi "premium".

mengakui kemungkinan kehilangan pokok sebagai ganti hanya 1 atau 2% dari pendapatan tahunan tambahan. Jika Anda bersedia menanggung beberapa risiko, Anda harus yakin bahwa Anda dapat mewujudkan keuntungan yang sangat besar dalam nilai pokok jika semuanya berjalan dengan baik. Oleh karena itu, penjualan obligasi 5,5 atau 6% kelas dua dengan nilai nominal hampir selalu merupakan pembelian yang buruk. Masalah yang sama pada usia 70 mungkin lebih masuk akal—dan jika Anda sabar, Anda mungkin bisa membelinya di level itu.

Obligasi kelas dua dan saham preferen memiliki dua atribut yang kontradiktif yang harus diingat dengan jelas oleh investor yang cerdas. Hampir semua menderita mantra tenggelam yang parah di pasar yang buruk. Di sisi lain, sebagian besar memulihkan posisi mereka ketika kondisi yang menguntungkan kembali, dan ini pada akhirnya "berhasil dengan baik." Ini berlaku bahkan untuk saham preferen (kumulatif) yang gagal membayar dividen selama bertahun-tahun. Ada sejumlah masalah seperti itu di awal 1940-an, sebagai konsekuensi dari depresi panjang

1930-an. Selama periode booming pascaperang tahun 1945–1947 banyak dari akumulasi besar ini dilunasi baik dalam bentuk tunai atau dalam surat berharga baru, dan pokoknya sering juga diberhentikan. Akibatnya, keuntungan besar diperoleh oleh orang-orang yang, beberapa tahun sebelumnya, telah membeli masalah ini ketika mereka tidak memiliki teman dan dijual dengan harga rendah.²

Mungkin benar bahwa, dalam akuntansi secara keseluruhan, hasil yang lebih tinggi yang dapat diperoleh pada masalah senior kelas dua akan terbukti telah mengimbangi kerugian utama yang tidak dapat dipulihkan. Dengan kata lain, seorang investor yang membeli semua masalah seperti itu pada harga penawaran mereka mungkin juga akan berhasil, dalam jangka panjang, sebagai orang yang membatasi dirinya pada sekuritas kualitas pertama; atau bahkan agak lebih baik.³

Tetapi untuk tujuan praktis pertanyaannya sebagian besar tidak relevan. Terlepas dari hasilnya, pembeli masalah kelas dua dengan harga penuh akan khawatir dan putus asa ketika harganya turun dengan cepat. Lebih jauh lagi, dia tidak dapat membeli cukup banyak penerbitan untuk menjamin hasil "rata-rata", juga tidak dalam posisi untuk menyisihkan sebagian dari pendapatannya yang lebih besar untuk mengimbangi atau "mengamortisasi" kerugian pokok yang terbukti permanen. Akhirnya, masuk akal untuk tidak membeli sekuritas di sekitar 100 jika pengalaman panjang menunjukkan

bahwa mereka mungkin dapat dibeli di 70 atau kurang di pasar lemah berikutnya.

Obligasi Pemerintah Asing

Semua investor bahkan dengan pengalaman kecil tahu bahwa obligasi asing, secara keseluruhan, memiliki sejarah investasi yang buruk sejak tahun 1914. Ini tidak dapat dihindari mengingat dua perang dunia dan depresi dunia campur tangan yang mendalam. Namun setiap beberapa tahun, kondisi pasar cukup menguntungkan untuk memungkinkan penjualan beberapa terbitan asing baru dengan harga kira-kira setara. Fenomena ini memberi tahu kita banyak hal tentang cara kerja pikiran investor rata-rata—dan tidak hanya di bidang obligasi.

Kami tidak memiliki alasan konkret untuk khawatir tentang sejarah masa depan obligasi asing yang dianggap baik seperti Australia atau Norwegia. Tetapi kita tahu bahwa, jika dan ketika masalah datang, pemilik kewajiban asing tidak memiliki sarana hukum atau cara lain untuk menegakkan klaimnya. Mereka yang membeli Republik Kuba 4½% setinggi 117 pada tahun 1953 melihat mereka gagal membayar bunga mereka dan kemudian menjual serendah 20 sen dolar pada tahun 1963. Daftar obligasi New York Stock Exchange pada tahun itu juga termasuk Belgia Congo 5½% di

36, Yunani di 30, dan berbagai masalah Polandia serendah 7. Berapa banyak pembaca yang tahu tentang perubahan berulang dari obligasi 8% Cekoslowakia, sejak pertama kali ditawarkan di negara ini pada tahun 1922 di 96½%? Mereka maju ke 112 pada tahun 1928, menurun ke 67½% di

1932, pulih menjadi 106 pada tahun 1936, runtuh menjadi 6 pada tahun 1939, pulih (luar biasa) menjadi 117 pada tahun 1946, turun segera menjadi 35 pada tahun 1948, dan dijual serendah 8 pada tahun 1970!

Bertahun-tahun yang lalu sebuah argumen dibuat untuk pembelian obligasi asing di sini dengan alasan bahwa negara kreditur kaya seperti kita memiliki kewajiban moral untuk meminjamkan ke luar negeri. Waktu, yang membawa begitu banyak balas dendam, sekarang mendapati kita berurusan dengan masalah neraca pembayaran kita sendiri, yang sebagian disebabkan oleh pembelian obligasi asing skala besar oleh investor Amerika yang mencari keuntungan kecil dalam imbal hasil. Selama bertahun-tahun yang lalu kami telah mempertanyakan daya tarik yang melekat pada investasi semacam itu dari sudut pandang pembeli; mungkin kita harus menambahkan sekarang bahwa yang terakhir akan menguntungkan negaranya dan dirinya sendiri jika dia menolak kesempatan ini.

Masalah Baru Umumnya

Mungkin tampak keliru untuk mencoba pernyataan luas apa pun tentang isu-isu baru sebagai sebuah kelas, karena mereka mencakup rentang kualitas dan daya tarik seluas mungkin. Tentu saja akan ada pengecualian untuk aturan yang disarankan. Satu-satunya rekomendasi kami adalah bahwa semua investor harus waspada terhadap isu-isu baru—yang berarti, secara sederhana, bahwa ini harus menjalani pemeriksaan yang cermat dan pengujian yang luar biasa berat sebelum dibeli.

Ada dua alasan untuk peringatan ganda ini. Yang pertama adalah bahwa masalah baru memiliki keahlian penjualan khusus di belakangnya, yang oleh karena itu memerlukan tingkat resistensi penjualan khusus. * Yang kedua adalah bahwa sebagian besar masalah baru dijual di bawah "kondisi pasar yang menguntungkan"— yang berarti menguntungkan bagi penjual dan akibatnya kurang disukai - bisa untuk pembeli.

Efek dari pertimbangan ini menjadi semakin penting seiring dengan turunnya skala dari obligasi berkualitas tinggi melalui penerbitan senior kelas dua ke flotasi saham biasa di bagian bawah. Sejumlah besar pembiayaan, yang terdiri dari pembayaran kembali obligasi yang ada dengan harga beli dan penggantianannya dengan penerbitan baru dengan kupon yang lebih rendah, telah dilakukan di masa lalu. Sebagian besar masuk dalam kategori obligasi bermutu tinggi dan saham preferen. Pembelinya sebagian besar adalah lembaga keuangan, cukup memenuhi syarat untuk melindungi kepentingan mereka. Oleh karena itu, penawaran ini diberi harga dengan hati-hati untuk

* Edisi baru saham biasa—penawaran umum perdana atau IPO—biasanya dijual dengan “diskon penjaminan emisi” (komisi bawaan) sebesar 7%. Sebaliknya, komisi pembeli atas saham biasa yang lebih tua biasanya berkisar di bawah 4%. Setiap kali Wall Street menghasilkan kira-kira dua kali lebih banyak untuk menjual sesuatu yang baru daripada menjual sesuatu yang lama, yang baru akan mendapatkan penjualan yang lebih sulit.

Baru-baru ini, profesor keuangan Owen Lamont dari Universitas Chicago dan Paul Schultz dari Universitas Notre Dame telah menunjukkan bahwa perusahaan memilih untuk menawarkan saham baru kepada publik ketika pasar saham mendekati puncaknya. Untuk diskusi teknis tentang masalah ini, lihat “Evaluating Value Weighting: Corporate Events and Market Timing” dari

Lamont dan “Pseudo Market Timing and the Long-Run Performance of IPOs” dari Schultz di <http://papers.ssrn.com>.

memenuhi tingkat yang berlaku untuk masalah yang sebanding, dan keahlian penjualan bertenaga tinggi memiliki sedikit pengaruh pada hasilnya. Ketika suku bunga turun dan semakin rendah, pembeli akhirnya membayar harga yang terlalu tinggi untuk masalah ini, dan banyak dari mereka kemudian menurun secara signifikan di pasar. Ini adalah salah satu aspek dari kecenderungan umum untuk menjual semua jenis sekuritas baru ketika kondisinya paling menguntungkan bagi penerbit; tetapi dalam kasus masalah kualitas pertama, efek buruk bagi pembeli cenderung tidak menyenangkan daripada serius.

Situasinya terbukti agak berbeda ketika kita mempelajari obligasi kelas bawah dan saham preferen yang dijual selama periode 1945–46 dan 1960–61. Di sini efek dari upaya penjualan lebih jelas, karena sebagian besar masalah ini mungkin ditempatkan pada investor individu dan tidak ahli. Itu adalah karakteristik dari penawaran ini bahwa mereka tidak membuat pertunjukan yang memadai ketika dinilai dari kinerja perusahaan selama beberapa tahun yang cukup. Mereka memang terlihat cukup aman, untuk sebagian besar, jika dapat diasumsikan bahwa pendapatan baru-baru ini akan berlanjut tanpa kemunduran yang serius. Para bankir investasi yang mengemukakan isu-isu ini mungkin menerima asumsi ini, dan para salesman mereka memiliki sedikit kesulitan dalam membujuk diri mereka sendiri dan pelanggan mereka untuk melakukan hal yang sama. Namun demikian itu adalah pendekatan yang tidak sehat untuk investasi,

Periode pasar banteng biasanya ditandai dengan transformasi sejumlah besar bisnis milik pribadi menjadi perusahaan dengan saham yang dikutip. Inilah yang terjadi pada tahun 1945–46 dan sekali lagi dimulai pada tahun 1960. Prosesnya kemudian mencapai proporsi yang luar biasa hingga berakhir dengan bencana pada bulan Mei 1962. Setelah periode “pengangkatan sumpah” yang biasa selama beberapa tahun, seluruh tragikodi berakhir. diulang, selangkah demi selangkah, pada 1967–1969.*

* Dalam dua tahun dari Juni 1960, hingga Mei 1962, lebih dari 850 perusahaan menjual saham mereka ke publik untuk pertama kalinya—rata-rata lebih dari satu per hari. Pada akhir tahun 1967 pasar IPO kembali memanas; pada tahun 1969, 781 saham baru yang menakutkan lahir. Kelebihan pasokan itu membantu menciptakan pasar beruang tahun 1969 dan 1973–1974. Pada tahun 1974 pasar IPO begitu mati sehingga hanya sembilan saham baru yang dibuat sepanjang tahun; 1975 melihat hanya 14 saham yang lahir.

Kekurangan pasokan itu, pada gilirannya, membantu memberi makan pasar bull tahun 1980-an, ketika sekitar 4.000 saham baru membanjiri pasar—membantu memicu kelebihan pasokan.

Penawaran Saham Biasa Baru

Paragraf berikut direproduksi tidak berubah dari Edisi 1959, dengan komentar ditambahkan:

Pembiayaan saham biasa mengambil dua bentuk yang berbeda. Dalam kasus perusahaan yang sudah terdaftar, saham tambahan ditawarkan secara pro rata kepada pemegang saham yang ada. Harga berlangganan ditetapkan di bawah pasar saat ini, dan "hak" untuk berlangganan memiliki nilai uang awal.* Penjualan saham baru hampir selalu ditanggung oleh satu atau lebih rumah perbankan investasi, tetapi itu adalah harapan umum dan harapan bahwa semua saham baru akan diambil oleh pelaksanaan hak berlangganan. Dengan demikian penjualan saham biasa tambahan dari perusahaan yang terdaftar biasanya tidak memerlukan upaya penjualan aktif dari pihak perusahaan pendistribusian.

Jenis kedua adalah penempatan saham biasa kepada publik dari apa yang sebelumnya merupakan perusahaan milik swasta. Sebagian besar saham ini dijual untuk kepentingan pengendali agar mereka dapat menguangkan di pasar yang menguntungkan dan untuk mendiversifikasi saham mereka.

antusiasme yang menyebabkan kecelakaan 1987. Kemudian siklus berbalik arah lagi ketika IPO mengering pada tahun 1988-1990. Kekurangan itu berkontribusi pada pasar bull pada 1990-an—dan, tepat pada waktunya, Wall Street kembali ke bisnis menciptakan saham baru, menghasilkan hampir 5.000 IPO. Kemudian, setelah gelembung meledak pada tahun 2000, hanya 88 IPO yang dikeluarkan pada tahun 2001—total tahunan terendah sejak 1979. Dalam setiap kasus, publik telah terbakar pada IPO, telah menjauh setidaknya selama dua tahun, tetapi selalu kembali untuk waktu yang lama, panas yang lain. Selama pasar saham ada, investor telah melalui siklus manik-depresif ini. Dalam ledakan IPO besar pertama di Amerika, pada tahun 1825, seorang pria dikatakan telah mati terjepit di antara para spekulator yang mencoba membeli saham di Bank of Southwark yang baru; pembeli terkaya menyewa preman untuk meninju jalan mereka ke garis depan. Benar saja, oleh 1829, saham telah kehilangan sekitar 25% dari nilainya.

* Di sini Graham menjelaskan penawaran hak, di mana investor yang sudah memiliki saham diminta untuk mengumpulkan lebih banyak uang untuk mempertahankan kepentingan proporsional yang sama di perusahaan. Bentuk pembiayaan ini, yang masih tersebar luas di Eropa, telah menjadi langka di Amerika Serikat, kecuali di antara dana tertutup.

keuangan sendiri. (Ketika uang baru dikumpulkan untuk bisnis, uang itu sering datang melalui penjualan saham preferen, seperti yang disebutkan sebelumnya.) Kegiatan ini mengikuti pola yang jelas, yang menurut sifat pasar sekuritas harus membawa banyak kerugian dan kekecewaan kepada publik. Bahaya muncul baik dari karakter bisnis yang dibiayai dan dari kondisi pasar yang memungkinkan pembiayaan.

Pada awal abad ini, sebagian besar perusahaan terkemuka kami diperkenalkan ke perdagangan publik. Seiring berjalannya waktu, jumlah perusahaan peringkat pertama yang tetap dipegang erat terus berkurang; karenanya flotasi saham biasa yang asli cenderung lebih terkonsentrasi pada masalah yang relatif kecil. Dengan korelasi yang tidak menguntungkan, selama periode yang sama masyarakat pembeli saham telah mengembangkan preferensi yang mendarah daging untuk perusahaan-perusahaan besar dan prasangka serupa terhadap perusahaan-perusahaan kecil. Prasangka ini, seperti banyak lainnya, cenderung menjadi lebih lemah karena pasar bull dibangun; keuntungan besar dan cepat yang ditunjukkan oleh saham biasa secara keseluruhan cukup untuk menumpulkan kemampuan kritis publik, sama seperti mereka menajamkan naluri akuisisinya. Selama periode ini, juga,

Ketika faktor-faktor ini disatukan, konsekuensi berikut muncul: Di suatu tempat di tengah pasar bullish, flotasi saham biasa pertama muncul. Ini dihargai tidak menarik, dan beberapa keuntungan besar dibuat oleh pembeli dari edisi awal. Seiring kenaikan pasar berlanjut, merek pembiayaan ini tumbuh lebih sering; kualitas perusahaan menjadi semakin buruk; harga yang diminta dan didapat di ambang selangit. Salah satu tanda yang cukup dapat diandalkan dari mendekati akhir ayunan banteng adalah kenyataan bahwa saham biasa baru dari perusahaan kecil dan tidak mencolok ditawarkan dengan harga yang agak lebih tinggi daripada harga saat ini untuk banyak perusahaan menengah dengan sejarah pasar yang panjang. (Perlu ditambahkan bahwa sangat sedikit dari pembiayaan saham biasa ini yang biasanya dilakukan oleh bank-bank dengan ukuran dan reputasi utama.)*

* Pada zaman Graham, bank-bank investasi paling bergengsi umumnya menghindari bisnis IPO, yang dianggap sebagai eksploitasi yang tidak bermartabat.

Ketidakpedulian publik dan kesediaan organisasi penjual untuk menjual apa pun yang mungkin dijual secara menguntungkan hanya dapat menghasilkan satu hasil—jatuhnya harga. Dalam banyak kasus, masalah baru hilang

75% dan lebih dari harga penawaran mereka. Situasi ini diperparah oleh fakta yang disebutkan di atas bahwa, pada dasarnya, publik memiliki keengganan yang nyata terhadap masalah kecil yang begitu mudah dibelinya pada saat-saat yang ceroboh. Banyak dari masalah ini jatuh, secara proporsional, jauh di bawah nilai sebenarnya seperti yang sebelumnya dijual di atasnya.

Persyaratan dasar bagi investor yang cerdas adalah kemampuan untuk menolak bujukan penjual yang menawarkan masalah saham biasa baru selama pasar bull. Bahkan jika satu atau dua dapat ditemukan yang dapat lulus ujian kualitas dan nilai yang berat, mungkin merupakan kebijakan yang buruk untuk terlibat dalam bisnis semacam ini. Tentu saja salesman akan menunjukkan banyak masalah seperti itu yang memiliki kemajuan pasar yang cukup besar—termasuk beberapa yang naik secara spektakuler pada hari mereka dijual. Tapi semua ini adalah bagian dari suasana spekulatif. Ini adalah uang mudah. Untuk setiap dolar yang Anda hasilkan dengan cara ini, Anda akan beruntung jika akhirnya hanya kehilangan dua.

Beberapa dari masalah ini mungkin terbukti menjadi pembelian yang sangat baik—beberapa tahun kemudian, ketika tidak ada yang menginginkannya dan mereka dapat diperoleh dengan harga yang sangat kecil dari nilai sebenarnya.

Dalam edisi 1965 kami melanjutkan pembahasan kami tentang hal ini sebagai berikut:

Sedangkan aspek yang lebih luas dari perilaku pasar saham sejak 1949 belum meminjamkan diri dengan baik untuk analisis berdasarkan pengalaman panjang
 rience, pengembangan flotasi saham biasa baru proceeded persis sesuai dengan resep kuno. Dia ragu apakah kita pernah memiliki begitu banyak masalah baru yang ditawarkan, dengan kualitas rendah seperti itu, dan dengan jatuhnya harga yang ekstrem, seperti yang kita

tion investor naif. Pada puncak booming IPO pada akhir 1999 dan awal tahun 2000, bagaimanapun, bank-bank investasi terbesar di Wall Street telah melompat dengan kedua kaki. Perusahaan-perusahaan terhormat membuang kehati-hatian tradisional mereka dan berperilaku seperti pegulat lumpur mabuk, berebut untuk memasukkan saham yang dinilai terlalu tinggi secara menggelikan di depan publik yang sangat bersemangat. Uraian Graham tentang bagaimana proses IPO bekerja adalah klasik yang harus dibaca di kelas etika perbankan investasi, jika ada.

dialami pada tahun 1960-1962.⁴ Kemampuan pasar saham secara keseluruhan untuk melepaskan diri dengan cepat dari bencana itu memang merupakan fenomena yang luar biasa, membawa kembali ingatan yang telah lama terkubur tentang kekebalan serupa yang ditunjukkannya pada keruntuhan real estat besar Florida pada tahun 1925.

Haruskah ada kembali kegilaan penawaran saham baru sebelum pasar banteng saat ini dapat mencapai penutupan definitifnya? Siapa tahu? Tetapi kita tahu bahwa investor yang cerdas tidak akan melupakan apa yang terjadi pada tahun 1962 dan akan membiarkan orang lain memperoleh keuntungan cepat berikutnya di bidang ini dan mengalami kerugian yang mengerikan sebagai akibatnya.

Kami mengikuti paragraf ini dalam edisi 1965 dengan mengutip "Contoh Mengerikan", yaitu, penjualan saham Aetna Maintenance Co. seharga \$9 pada November 1961. Dengan cara yang khas, saham segera naik menjadi \$15; tahun berikutnya mereka jatuh ke 2%, dan pada tahun 1964 sampai%. Sejarah selanjutnya dari perusahaan ini berada di sisi yang luar biasa, dan menggambarkan beberapa metamorfosis aneh yang telah terjadi dalam bisnis Amerika, besar dan kecil, dalam beberapa tahun terakhir. Pembaca yang penasaran akan menemukan sejarah lama dan baru dari perusahaan ini di Lampiran 5.

Sama sekali tidak sulit untuk memberikan contoh yang lebih mengerikan yang diambil dari versi terbaru dari "kisah lama yang sama", yang mencakup tahun 1967-1970. Tidak ada yang lebih sesuai dengan tujuan kita selain kasus AAA Enterprises, yang kebetulan merupakan perusahaan pertama yang terdaftar di Standard & Poor's Stock Guide. Saham tersebut dijual ke publik dengan harga \$14 pada tahun 1968, segera naik menjadi 28, tetapi pada awal tahun 1971 dikutip dengan harga 25¢ yang suram. (Bahkan harga ini mewakili penilaian perusahaan yang terlalu tinggi, karena baru saja memasuki pengadilan kebangkrutan dalam kondisi putus asa.) Ada begitu banyak yang bisa dipelajari, dan peringatan penting yang bisa dipetik, dari kisah flotasi ini. bahwa kami telah memesannya untuk perawatan terperinci di bawah ini, di Bab 17.

KOMENTAR PADA BAB 6

Pukulan yang Anda lewatkan adalah pukulan yang membuat Anda lelah.

—Pelatih tinju Angelo Dundee

Fatau investor agresif dan defensif, apa yang tidak Anda lakukan sama pentingnya dengan kesuksesan Anda seperti yang Anda lakukan. Dalam bab ini, Graham mencantumkan "hal yang tidak boleh dilakukan" untuk investor agresif. Berikut adalah daftar untuk hari ini.

SAMPAH YA RDDOGS?

Obligasi dengan imbal hasil tinggi—yang oleh Graham disebut “kelas dua” atau “kelas bawah” dan sekarang disebut “obligasi sampah”—mendapat acungan jempol dari Graham. Pada zamannya, terlalu mahal dan rumit bagi investor individu untuk mendiversifikasi risiko gagal bayar.¹(Untuk mempelajari betapa buruknya default, dan betapa cerobohnya bahkan investor obligasi profesional yang “canggih” dapat membeli menjadi satu, lihat bilah sisi di hal. 146.) Namun, hari ini, lebih dari 130 reksa dana mengkhususkan diri pada obligasi sampah. Dana ini membeli sampah dengan muatan gerobak; mereka memegang lusinan ikatan yang berbeda. Itu mengurangi keluhan Graham tentang sulitnya melakukan diversifikasi. (Namun, biasanya terhadap saham preferen dengan imbal hasil tinggi tetap valid, karena tetap tidak ada cara yang murah dan tersedia secara luas untuk menyebarkan risikonya.)

Sejak 1978, rata-rata tahunan sebesar 4,4% dari pasar obligasi sampah telah mengalami gagal bayar—tetapi, bahkan setelah gagal bayar tersebut, obligasi sampah telah

¹Pada awal 1970-an, ketika Graham menulis, ada kurang dari selusin dana obligasi sampah, hampir semuanya membebankan komisi penjualan hingga

8,5%; beberapa bahkan membuat investor membayar biaya untuk hak istimewa menginvestasikan kembali dividen bulanan mereka kembali ke dana.

AW ATAU LD DARI HU RT F ATAU W ATAU LD COM B PADA DS

Membeli obligasi hanya karena hasilnya seperti menikah hanya untuk seks. Jika hal yang membuat Anda tertarik pada awalnya mengering, Anda akan menemukan diri Anda bertanya, "Apa lagi yang ada?" Ketika jawabannya adalah "Tidak ada," pasangan dan pemegang obligasi sama-sama berakhir dengan patah hati.

Pada tanggal 9 Mei 2001, WorldCom, Inc. menjual penawaran obligasi terbesar dalam sejarah perusahaan AS—senilai \$11,9 miliar. Di antara beragam-berang bersemangat yang tertarik dengan hasil hingga 8,3% adalah Sistem Pensiun Pegawai Negeri California, salah satu dana pensiun terbesar di dunia; Sistem Pensiun Alabama, yang manajernya kemudian menjelaskan bahwa "hasil yang lebih tinggi" "sangat menarik bagi kami pada saat mereka dibeli"; dan Strong Corporate Bond Fund, yang rekan manajernya sangat menyukai hasil gemuk WorldCom sehingga dia membual, "kami dibayar lebih dari cukup pendapatan ekstra untuk risikonya."¹

Tetapi bahkan melihat sekilas prospektus obligasi WorldCom selama 30 detik akan menunjukkan bahwa obligasi ini tidak memiliki apa-apa untuk ditawarkan selain hasil mereka—dan segalanya akan hilang. Dalam dua dari lima tahun sebelumnya, pendapatan sebelum pajak WorldCom (keuntungan perusahaan sebelum membayar iurannya kepada IRS) tidak cukup untuk menutupi biaya tetapnya (biaya untuk membayar bunga kepada pemegang obligasinya) sebesar \$4,1 miliar. WorldCom dapat menutupi pembayaran obligasi tersebut hanya dengan meminjam lebih banyak uang dari bank. Dan sekarang, dengan bantuan obligasi baru yang bergunung-gunung ini, WorldCom menggemukkan biaya bunganya sebesar \$900 juta lagi per tahun!² Seperti Mr. Creosote dalam *The Meaning of Life* karya Monty Python, WorldCom mencapai titik puncaknya.

Tidak ada hasil yang cukup tinggi untuk mengkompensasi investor karena mempertaruhkan ledakan semacam itu. Obligasi WorldCom memang menghasilkan hasil lemak hingga 8% selama beberapa bulan. Kemudian, seperti yang diprediksi Graham, hasil panen tiba-tiba tidak memberikan perlindungan:

- WorldCom mengajukan kebangkrutan pada Juli 2002.

- WorldCom mengakui pada Agustus 2002 bahwa mereka telah melebih-lebihkan pendapatannya lebih dari \$7 miliar.³

- Obligasi WorldCom gagal bayar ketika perusahaan tidak bisa lagi menutupi biaya bunga mereka; obligasi kehilangan lebih dari 80% dari nilai aslinya.

¹Melihat www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/worldcom_faqs.htm dan www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/2002/0716a.htm; Sistem Pensiun Laporan Investasi Triwulanan Alabama untuk 31 Mei 2001, at www.rsa.state.al.us/Investments/quarterly_report.htm; dan John Bender, *commanager Strong Corporate Bond Fund*, dikutip dalam www.businessweek.com/magazine/content/01_22/b3734118.htm.

²Angka-angka ini semuanya diambil dari prospektus WorldCom, atau dokumen penjualan, untuk penawaran obligasi. Diarsipkan 11 Mei 2001, dapat dilihat di www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html (di jendela "Nama perusahaan", masukkan "WorldCom"). Bahkan tanpa pengetahuan belakang 20/20 hari ini bahwa pendapatan WorldCom dilebih-lebihkan secara curang, penawaran obligasi WorldCom akan mengejutkan Graham.

³Untuk dokumentasi tentang runtuhnya WorldCom, lihat www.worldcom.com/

meja
info.

masih menghasilkan pengembalian tahunan sebesar 10,5%, dibandingkan 8,6% untuk obligasi Treasury AS 10-tahun.²Sayangnya, sebagian besar dana obligasi sampah membebankan biaya tinggi dan melakukan pekerjaan yang buruk dalam mempertahankan jumlah pokok asli investasi Anda. Dana sampah bisa cocok jika Anda pensiun, mencari penghasilan tambahan bulanan untuk melengkapi pensiun Anda, dan dapat mentolerir penurunan nilai sementara. Jika Anda bekerja di bank atau perusahaan keuangan lainnya, kenaikan suku bunga yang tajam dapat membatasi kenaikan gaji Anda atau bahkan mengancam keamanan pekerjaan Anda—sehingga dana sampah, yang cenderung mengungguli sebagian besar dana obligasi lainnya saat suku bunga naik, mungkin membuat masuk akal sebagai penyeimbang di 401 (k) Anda. Namun, dana obligasi sampah hanyalah pilihan kecil—bukan kewajiban—bagi investor yang cerdas.

Edward I. Altman dan Gaurav Bana, "Default dan Pengembalian pada Hasil Tinggi Obligasi," makalah penelitian, Stern School of Business, New York University, 2002.

THEVODKA-ANDBURRITOPORTFOLIO

Graham menganggap obligasi asing tidak lebih baik daripada obligasi sampah.³

Namun, hari ini, satu jenis obligasi asing mungkin memiliki daya tarik bagi investor yang dapat menahan banyak risiko. Sekitar selusin reksa dana mengkhususkan diri pada obligasi yang diterbitkan di negara-negara pasar berkembang (atau yang dulu disebut "negara Dunia Ketiga") seperti Brasil, Meksiko, Nigeria, Rusia, dan Venezuela. Tidak ada investor waras yang akan menempatkan lebih dari 10% dari total portofolio obligasi dalam kepemilikan pedas seperti ini. Tetapi dana obligasi pasar negara berkembang jarang bergerak selaras dengan pasar saham AS, jadi mereka adalah salah satu investasi langka yang tidak mungkin turun hanya karena Dow turun. Itu bisa memberi Anda sudut kecil kenyamanan dalam portofolio Anda tepat saat Anda paling membutuhkannya.⁴

DYINGATRADE R'SDEATH

Seperti yang telah kita lihat di Bab 1, perdagangan harian—memegang saham selama beberapa jam setiap kali—adalah salah satu senjata terbaik yang pernah ditemukan untuk melakukan bunuh diri finansial. Beberapa perdagangan Anda mungkin menghasilkan uang, sebagian besar perdagangan Anda akan kehilangan uang, tetapi broker Anda akan selalu menghasilkan uang.

Dan keinginan Anda sendiri untuk membeli atau menjual saham dapat menurunkan pengembalian Anda. Seseorang yang putus asa untuk membeli saham dapat dengan mudah akhirnya harus menawar 10 sen lebih tinggi dari harga saham terbaru sebelum ada penjual yang mau berpisah dengannya. Biaya tambahan itu, yang disebut "dampak pasar," tidak pernah muncul di laporan broker Anda, tapi itu nyata. Jika Anda terlalu bersemangat untuk membeli 1.000 lembar saham dan Anda mendorong harganya

³Graham tidak mengkritik obligasi asing dengan ringan, karena ia menghabiskan beberapa tahun di awal karirnya bertindak sebagai agen obligasi yang berbasis di New York untuk peminjam di Jepang.

⁴Dua dana obligasi pasar berkembang yang murah dan dikelola dengan baik adalah Fidelity New Markets Income Fund dan T. Rowe Price Emerging Markets Bond Fund; untuk informasi lebih lanjut, lihat www.kestetiaan.com, www.troweprice.com, dan www.morningstar.com. Jangan membeli dana obligasi pasar berkembang dengan biaya operasional tahunan lebih tinggi dari 1,25%, dan diperingatkan bahwa beberapa dari dana ini membebankan

biaya penebusan jangka pendek untuk mencegah investor menahannya selama kurang dari tiga bulan.

naik hanya dengan lima sen, Anda baru saja mengeluarkan biaya yang tidak terlihat tetapi sangat nyata

\$50. Di sisi lain, ketika investor panik panik menjual saham dan mereka membuangnya kurang dari harga terbaru, dampak pasar kembali ke rumah.

Biaya perdagangan mengikis pengembalian Anda seperti begitu banyak gesekan amplas. Membeli atau menjual stok kecil yang panas dapat berharga 2% hingga 4% (atau

4% hingga 8% untuk transaksi jual beli “pulang pergi”).⁵ Jika Anda menempatkan \$1.000 menjadi saham, biaya perdagangan Anda bisa menghabiskan sekitar \$40 bahkan sebelum Anda memulai. Jual sahamnya, dan Anda bisa membayar lebih dari 4% lagi untuk biaya perdagangan.

Oh, ya—ada satu hal lagi. Saat Anda berdagang alih-alih berinvestasi, Anda mendapatkan keuntungan jangka panjang (dikenakan pajak pada tingkat keuntungan modal maksimum sebesar

20%) menjadi penghasilan biasa (dikenakan pajak dengan tarif maksimum 38,6%).

Tambahkan semuanya, dan seorang pedagang saham perlu mendapatkan setidaknya 10% hanya untuk mencapai titik impas dalam membeli dan menjual saham.⁶ Siapa pun dapat melakukannya sekali, hanya dengan keberuntungan. Melakukannya cukup sering untuk membenarkan perhatian obsesif yang dibutuhkannya—ditambah stres mimpi buruk yang ditimbulkannya—tidak mungkin.

Ribuan orang telah mencoba, dan buktinya jelas: Semakin banyak Anda berdagang, semakin sedikit yang Anda simpan.

Profesor keuangan Brad Barber dan Terrance Odean dari University of California memeriksa catatan perdagangan lebih dari 66.000 pelanggan dari perusahaan pialang diskon besar. Dari tahun 1991 sampai

1996, klien ini melakukan lebih dari 1,9 juta perdagangan. Sebelum biaya perdagangan diamlas pada pengembaliannya, orang-orang dalam penelitian ini benar-benar mengungguli pasar dengan rata-rata setidaknya setengah poin persentase per tahun. Tetapi setelah biaya perdagangan, yang paling aktif dari para pedagang ini—yang mengalihkan lebih dari 20% kepemilikan saham mereka per

⁵Sumber definitif tentang biaya perantara adalah Plexus Group of Santa Monica, California, dan situs webnya, www.plexusgroup.com. Plexus berargument dengan

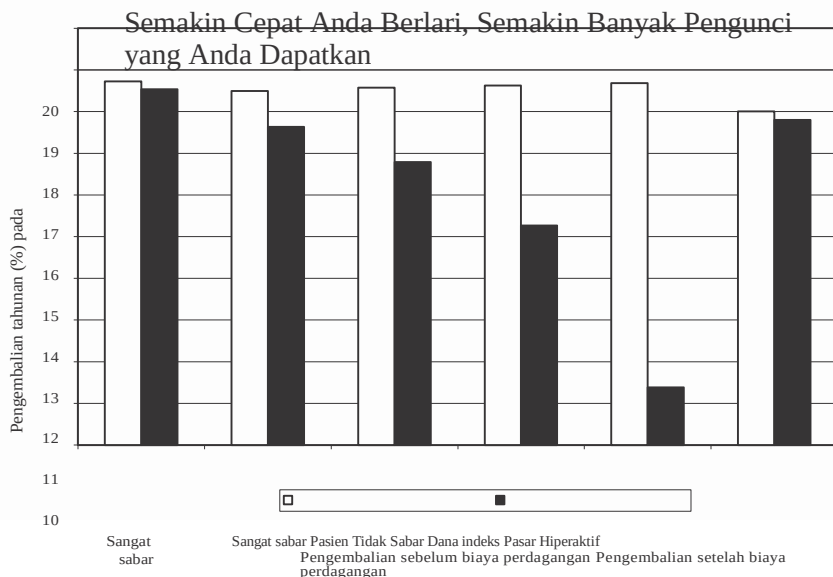
meyakinkan bahwa, seperti halnya sebagian besar gunung es terletak di bawah permukaan laut, sebagian besar biaya perantara tidak terlihat—menyesatkan investor untuk percaya bahwa biaya perdagangan mereka tidak signifikan jika biaya komisi rendah. Biaya perdagangan saham NASDAQ jauh lebih tinggi untuk individu daripada biaya perdagangan saham yang terdaftar di NYSE (lihat hal. 128, catatan kaki 5).

⁶Kondisi dunia nyata masih lebih keras, karena kita mengabaikan pajak pendapatan negara dalam contoh ini.

~bmbarber/research/default.html. Sejumlah penelitian, kebetulan, telah menemukan hasil yang hampir sama di antara manajer keuangan profesional—jadi ini bukan masalah yang terbatas pada individu yang "naif".

⁸Melihat www.microsoft.com/msft/stock.htm, “Hasil investasi IPO.”

GAMBAR 6-1



Peneliti Brad Barber dan Terrance Odean membagi ribuan pedagang menjadi lima tingkatan berdasarkan seberapa sering mereka menyerahkan kepemilikan mereka. Mereka yang berdagang paling sedikit (di sebelah kiri) menyimpan sebagian besar keuntungan mereka. Tetapi pedagang yang tidak sabar dan hiperaktif membuat pialang mereka kaya, bukan diri mereka sendiri. (Batang di paling kanan menunjukkan dana indeks pasar untuk perbandingan.)

Sumber: Prof. Brad Barber, University of California di Davis, dan Terrance Odean, University of California di Berkeley

Sayangnya, untuk setiap IPO seperti Microsoft yang ternyata menjadi pemenang besar, ada ribuan pecundang. Psikolog Daniel Kahneman dan Amos Tversky telah menunjukkan ketika manusia memperkirakan kemungkinan atau frekuensi suatu peristiwa, kita membuat penilaian itu tidak berdasarkan seberapa sering peristiwa itu benar-benar terjadi, tetapi pada seberapa jelas contoh-contoh di masa lalu. Kita semua ingin membeli “Microsoft berikutnya”—tepatnya karena kita tahu bahwa kita melewatkan pembelian Microsoft yang pertama. Tetapi kami dengan mudah mengabaikan fakta bahwa sebagian besar IPO lainnya adalah investasi yang

buruk. Anda dapat memperoleh keuntungan \$533 decillion hanya jika Anda tidak pernah melewatkan satu pun dari pemenang langka pasar IPO—sebuah praktik

kemustahilan kal. Akhirnya, sebagian besar pengembalian IPO yang tinggi diperoleh oleh anggota klub swasta eksklusif—bank investasi besar dan rumah dana yang mendapatkan saham dengan harga awal (atau “penjaminan”), sebelum saham mulai diperdagangkan ke publik. “Run-up” terbesar sering terjadi pada saham-saham yang sangat kecil sehingga bahkan banyak investor besar tidak dapat memperoleh saham apa pun; hanya tidak cukup untuk berkeliling.

Jika, seperti hampir setiap investor, Anda bisa mendapatkan akses ke IPO hanya setelah saham mereka meroket di atas harga awal eksklusif, hasil Anda akan buruk. Dari tahun 1980 hingga 2001, jika Anda telah membeli rata-rata IPO pada harga penutupan publik pertama dan bertahan selama tiga tahun, Anda akan memiliki kinerja pasar yang lebih rendah lebih dari 23 poin persentase per tahun.⁹

Mungkin tidak ada saham yang melambangkan mimpi pipa menjadi kaya dari IPO lebih baik dari VA Linux. “LINUX THE NEXT MSFT,” puji pemilik awal; “BELI SEKARANG, DAN PENSIUN DALAM LIMA TAHUN DARI SEKARANG.”¹⁰

Pada tanggal 9 Desember 1999, saham tersebut ditempatkan pada harga penawaran umum perdana sebesar \$30. Tetapi permintaan untuk saham tersebut begitu ganas sehingga ketika NASDAQ dibuka pagi itu, tidak ada pemilik awal VA Linux yang akan melepaskan saham apa pun sampai harganya mencapai \$299. Saham memuncak pada \$320 dan ditutup pada \$239,25, naik 697,5% dalam satu hari. Tetapi keuntungan itu diperoleh hanya oleh segelintir pedagang institusional; investor individu hampir seluruhnya dibekukan.

Lebih penting lagi, membeli IPO adalah ide yang buruk karena jelas melanggar salah satu aturan Graham yang paling mendasar: Tidak peduli berapa banyak orang lain yang ingin membeli saham, Anda harus membeli hanya jika saham tersebut merupakan cara murah untuk memiliki bisnis yang diinginkan. . Pada harga puncak pada hari pertama, investor menilai saham VA Linux dengan total \$12,7 miliar. Berapa nilai bisnis perusahaan? Kurang dari lima tahun, VA Linux telah menjual total kumulatif perangkat lunak dan layanan senilai \$44 juta—namun kehilangan \$25 juta dalam prosesnya. Pada kuartal fiskal terbaru, VA Linux telah menghasilkan \$15 juta dalam penjualan tetapi

⁹Jay R. Ritter dan Ivo Welch, “A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations,” *Journal of Finance*, Agustus 2002, p. 1797. Situs web Ritter, di <http://bear.cba.ufl.edu/ritter/>, dan halaman rumah Welch,

di <http://welch.som.yale.edu/>, adalah tambang emas data bagi siapa saja yang tertarik dengan IPO.

¹⁰Nomor pesan 9, diposting oleh “GoldFingers69,” di papan pesan VA Linux (LINUX) di messages.yahoo.com, tertanggal 16 Desember 1999. MSFT adalah simbol ticker untuk Microsoft Corp.

telah kehilangan \$ 10 juta pada mereka. Bisnis ini, kemudian, hampir merugi 70 sen untuk setiap dolar yang diterima. Akumulasi defisit VA Linux (jumlah pengeluaran totalnya telah melebihi pendapatannya) adalah \$30 juta.

Jika VA Linux adalah perusahaan swasta yang dimiliki oleh orang yang tinggal di sebelah, dan dia membungkuk di atas pagar kayu dan bertanya kepada Anda berapa banyak yang akan Anda bayarkan untuk mengambil bisnis kecilnya yang sedang berjuang dari tangannya, apakah Anda akan menjawab, "Oh, \$12,7 miliar kedengarannya tepat untukku"? Atau akankah Anda, sebaliknya, tersenyum sopan, kembali ke pemanggang barbekyu Anda, dan bertanya-tanya apa yang telah dihisap tetangga Anda? Mengandalkan secara eksklusif pada penilaian kita sendiri, tak satu pun dari kita akan tertangkap mati setuju untuk membayar hampir \$ 13 miliar untuk pecundang uang yang sudah

\$30 juta di dalam lubang.

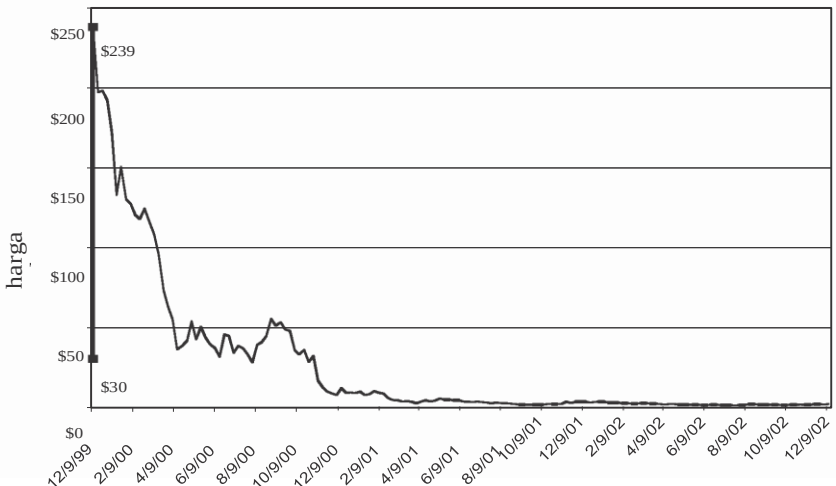
Tetapi ketika kita berada di depan umum dan bukan secara pribadi, ketika penilaian tiba-tiba menjadi kontes popularitas, harga saham tampaknya lebih penting daripada nilai bisnis yang diwakilinya. Selama orang lain akan membayar lebih banyak daripada yang Anda lakukan untuk sebuah saham, mengapa penting nilai bisnisnya?

Bagan ini menunjukkan mengapa itu penting.

GAMBAR 6-

2

Legenda VA Linux



Sumber: VA Linux Systems Inc.; www.morningstar.com

Setelah naik seperti roket botol pada hari pertama perdagangan itu, VA Linux turun seperti batu bata yang diolesi mentega. Pada 9 Desember 2002, tiga tahun setelah saham berada di \$239,50, VA Linux ditutup pada \$1,19 per saham.

Menimbang bukti secara objektif, investor yang cerdas harus menyimpulkan bahwa IPO tidak hanya berarti “penawaran umum perdana.” Lebih tepatnya, ini juga singkatan dari:

Ini Mungkin Terlalu
Mahal, Hanya Keuntungan
Imajiner,
Peluang Pribadi Orang Dalam, atau
Idiot, tidak masuk akal, dan keterlaluan.

BAB 7

Kebijakan Portofolio untuk Pengusaha Investor: Sisi Positif

*T*Investor yang giat, menurut definisi, akan mencurahkan cukup banyak perhatian dan upayanya untuk memperoleh hasil investasi yang lebih baik daripada hasil investasi biasa. Dalam diskusi kami tentang kebijakan investasi umum, kami telah membuat beberapa saran mengenai investasi obligasi yang ditujukan terutama kepada investor yang giat. Dia mungkin tertarik pada peluang khusus dari jenis berikut:

- (1) Obligasi Otoritas Perumahan Baru bebas pajak dijamin efektif oleh pemerintah Amerika Serikat.
- (2) Obligasi Komunitas Baru yang dapat dikenakan pajak tetapi dengan hasil tinggi, juga dijamin oleh pemerintah Amerika Serikat.
- (3) Obligasi industri bebas pajak yang diterbitkan oleh pemerintah kota, tetapi dilayani oleh pembayaran sewa yang dilakukan oleh perusahaan yang kuat.

Referensi telah dibuat untuk jenis penerbitan obligasi yang tidak biasa ini di Bab 4.*

Di ujung lain spektrum mungkin ada obligasi berkualitas rendah yang dapat diperoleh dengan harga serendah itu sebagai peluang tawar-menawar yang sebenarnya. Tapi ini akan termasuk dalam area “situasi khusus”, di mana tidak ada perbedaan nyata antara obligasi dan saham biasa.

* Seperti yang telah dicatat (lihat hal. 96, catatan kaki), Otoritas Perumahan Baru dan Obligasi Komunitas baru tidak lagi diterbitkan.

Hari ini “obligasi berkualitas rendah” di area “situasi khusus” ini dikenal sebagai obligasi tertekan atau gagal bayar. Ketika sebuah perusahaan berada di (atau

Operasi di Saham Biasa

Kegiatan-kegiatan yang secara khusus menjadi ciri khas investor yang giat di bidang saham biasa dapat diklasifikasikan di bawah empat kepala:

1. Membeli di pasar rendah dan menjual di pasar tinggi
2. Membeli "saham pertumbuhan" yang dipilih dengan cermat
3. Membeli masalah tawar-menawar dari berbagai jenis
4. Membeli ke dalam "situasi khusus"

Kebijakan Pasar Umum — Waktu Formula

Kami mencadangkan untuk bab berikutnya diskusi kami tentang kemungkinan dan batasan kebijakan memasuki pasar ketika pasar tertekan dan menjual di tahap lanjutan dari boom. Selama bertahun-tahun di masa lalu, ide cemerlang ini tampak sederhana dan layak, setidaknya dari pemeriksaan pertama bagan pasar yang mencakup fluktuasi periodiknya. Kami telah mengakui dengan sedih bahwa tindakan pasar dalam 20 tahun terakhir tidak meminjamkan dirinya untuk operasi semacam ini atas dasar matematis apa pun. Fluktuasi yang terjadi, meskipun tidak terlalu luas, akan membutuhkan bakat atau "rasa" khusus untuk berdagang agar dapat memanfaatkannya. Ini adalah sesuatu yang sangat berbeda dari kecerdasan yang kami asumsikan pada pembaca kami, dan kami harus mengecualikan operasi berdasarkan keterampilan seperti itu dari kerangka acuan kami.

Rencana 50-50, yang kami usulkan kepada investor defensif dan dijelaskan pada hal. 90, adalah tentang formula spesifik atau otomatis terbaik yang dapat kami rekomendasikan kepada semua investor dalam kondisi 1972. Tapi kami telah mempertahankan kelonggaran yang luas antara 25% mini-

mendekati) kebangkrutan, saham biasa pada dasarnya menjadi tidak berharga, karena undang-undang kepailitan AS memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk klaim hukum yang jauh lebih kuat daripada pemegang saham. Tetapi jika perusahaan berhasil melakukan reorganisasi dan keluar dari kebangkrutan, pemegang obligasi sering menerima saham di perusahaan baru, dan nilai obligasi biasanya pulih setelah perusahaan mampu membayar bunga lagi. Dengan demikian, obligasi perusahaan yang bermasalah dapat berkinerja hampir sebaik saham biasa perusahaan yang

sehat. Dalam situasi khusus ini, seperti yang dikatakan Graham, “tidak ada perbedaan nyata antara obligasi dan saham biasa.”

ibu dan maksimum 75% dalam saham biasa, yang kami izinkan kepada investor yang memiliki keyakinan kuat tentang bahaya atau daya tarik tingkat pasar umum. Sekitar 20 tahun yang lalu adalah mungkin untuk membahas dengan sangat rinci sejumlah formula yang jelas untuk memvariasikan persentase yang dimiliki dalam saham biasa, dengan keyakinan bahwa rencana ini memiliki kegunaan praktis.¹ Waktu tampaknya telah melewati pendekatan seperti itu, dan tidak ada gunanya mencoba menentukan level baru untuk membeli dan menjual dari pola pasar sejak tahun 1949. Itu adalah periode yang terlalu singkat untuk memberikan panduan yang dapat diandalkan untuk masa depan.*

Pendekatan Pertumbuhan-Stok

Setiap investor ingin memilih saham perusahaan yang akan melakukan lebih baik daripada rata-rata selama periode tahun. Sebuah saham pertumbuhan dapat didefinisikan sebagai salah satu yang telah melakukan ini di masa lalu dan diharapkan untuk melakukannya di masa depan.² Jadi tampaknya logis bahwa investor yang cerdas harus berkonsentrasi pada pemilihan saham pertumbuhan. Sebenarnya masalahnya lebih rumit, seperti yang akan kami coba tunjukkan.

Ini adalah tugas statistik belaka untuk mengidentifikasi perusahaan yang telah "mengungguli rata-rata" di masa lalu. Investor dapat memperoleh daftar

50 atau 100 perusahaan seperti itu dari brokernya.³ Lalu, mengapa dia tidak hanya memilih 15 atau 20 masalah yang paling mungkin terlihat dari grup ini dan lihat! dia memiliki portofolio saham yang dijamin sukses?

* Perhatikan baik-baik apa yang dikatakan Graham di sini. Menulis pada tahun 1972, ia berpendapat bahwa periode sejak tahun 1949—lebih dari 22 tahun—terlalu singkat untuk menarik kesimpulan yang dapat diandalkan! Dengan penguasaan matematikanya, Graham tidak pernah lupa bahwa kesimpulan objektif membutuhkan sampel yang sangat panjang dari data dalam jumlah besar. Para penipu yang menjajakan tipu muslihat pengambilan saham "telah teruji waktu" hampir selalu mendasarkan temuan mereka pada sampel yang lebih kecil daripada yang pernah diterima Graham. (Graham sering menggunakan periode 50 tahun untuk menganalisis data masa lalu.)

Hari ini, investor yang giat dapat mengumpulkan daftar seperti itu melalui Internet dengan mengunjungi situs web seperti www.morningstar.com (coba alat Stock

Quickrank), www.quicken.com/investments/stocks/search/full, dan <http://yahoo.o.panduan.pasar.com>.

Ada dua tangkapan untuk ide sederhana ini. Yang pertama adalah bahwa saham biasa dengan catatan yang baik dan prospek yang tampaknya baik dijual dengan harga yang tinggi. Investor mungkin benar dalam penilaiannya tentang prospek mereka dan masih belum berjalan dengan baik, hanya karena dia telah membayar penuh (dan mungkin membayar lebih) untuk kemakmuran yang diharapkan. Yang kedua adalah bahwa penilaiannya tentang masa depan mungkin terbukti salah. Pertumbuhan yang luar biasa cepat tidak dapat mengikuti selamanya; ketika sebuah perusahaan telah mendaftarkan ekspansi yang brilian, peningkatan ukurannya membuat pengulangan pencapaiannya menjadi lebih sulit. Pada titik tertentu kurva pertumbuhan mendatar, dan dalam banyak kasus justru menurun.

Jelas bahwa jika seseorang membatasi dirinya pada beberapa contoh yang dipilih, berdasarkan tinjauan ke belakang, ia dapat menunjukkan bahwa keberuntungan dapat dengan mudah diperoleh atau hilang di bidang persediaan pertumbuhan. Bagaimana seseorang dapat menilai secara adil dari keseluruhan hasil yang dapat diperoleh di sini? Kami berpikir bahwa kesimpulan yang masuk akal dapat ditarik dari studi tentang hasil yang dicapai oleh dana investasi yang mengkhususkan diri dalam pendekatan pertumbuhan-saham. Manual resmi berjudul *Perusahaan Investasi*, diterbitkan setiap tahun oleh Arthur Wiesenberger & Company, anggota Bursa Efek New York, menghitung kinerja tahunan sekitar 120 "dana pertumbuhan" semacam itu selama periode tahun. Dari jumlah tersebut, 45 memiliki catatan yang mencakup sepuluh tahun atau lebih. Keuntungan keseluruhan rata-rata untuk perusahaan-perusahaan ini—tidak tertimbang untuk ukuran dana—berhasil pada 108% untuk dekade 1961-1970, dibandingkan dengan 105% untuk S & P. Dalam dua tahun 1969 dan 1970, sebagian besar dari 126 "dana pertumbuhan" berkinerja lebih buruk daripada kedua indeks tersebut. Hasil serupa ditemukan dalam penelitian kami sebelumnya. Implikasinya di sini adalah bahwa tidak ada imbalan luar biasa yang datang dari investasi yang terdiversifikasi di perusahaan yang sedang berkembang dibandingkan dengan yang ada di saham biasa pada umumnya.*

* Selama 10 tahun yang berakhir pada tanggal 31 Desember 2002, dana yang diinvestasikan di perusahaan-perusahaan besar yang berkembang—saat ini setara dengan apa yang disebut Graham sebagai "dana pertumbuhan"—menghasilkan rata-rata tahunan sebesar 5,6%, kinerja pasar saham secara keseluruhan lebih

rendah dengan rata-rata 3,7 poin persentase per tahun. Namun, dana “bernilai besar” yang diinvestasikan di perusahaan besar dengan harga lebih masuk akal juga berkinerja buruk di pasar selama periode yang sama (dengan persentase poin penuh per tahun). Apakah masalahnya hanya dana pertumbuhan yang tidak dapat dipilih secara andal?

Tidak ada alasan sama sekali untuk berpikir bahwa rata-rata investor cerdas, bahkan dengan banyak usaha keras, dapat memperoleh hasil yang lebih baik selama bertahun-tahun dari pembelian saham pertumbuhan daripada perusahaan investasi yang berspesialisasi dalam bidang ini. Tentunya organisasi-organisasi ini memiliki lebih banyak otak dan fasilitas penelitian yang lebih baik daripada yang Anda miliki. Oleh karena itu, kami harus menyarankan jenis komitmen pertumbuhan-saham yang biasa untuk investor yang giat.* Ini adalah salah satu di mana prospek yang sangat baik diakui sepenuhnya di pasar dan sudah tercermin dalam rasio harga-pendapatan saat ini, katakanlah, lebih tinggi dari 20. (Untuk investor defensif, kami menyarankan batas atas harga beli dengan pendapatan rata-rata 25 kali lipat selama tujuh tahun terakhir. Kedua kriteria tersebut hampir setara dalam banyak kasus.)†

saham yang akan mengungguli pasar di masa depan? Atau apakah biaya tinggi untuk menjalankan dana rata-rata (apakah itu membeli perusahaan yang tumbuh atau "bernilai") melebihi pengembalian ekstra yang dapat diperoleh manajer dengan pengambilan saham mereka? Untuk memperbarui kinerja reksa dana berdasarkan jenisnya, lihat www.morningstar.com, "Kategori Kembali." Untuk pengingat yang mencerahkan tentang betapa mudah rusaknya kinerja berbagai gaya investasi, lihat www.callan.com/resource/periodic_tabel/pertabel.pdf.

* Graham membuat poin ini untuk mengingatkan Anda bahwa investor yang "berusaha" bukanlah orang yang mengambil risiko lebih dari rata-rata atau yang membeli saham "pertumbuhan agresif"; investor yang giat hanyalah orang yang bersedia meluangkan waktu dan upaya ekstra dalam meneliti portofolionya.

Perhatikan bahwa Graham bersikeras untuk menghitung rasio harga/penghasilan berdasarkan rata-rata multitalun dari pendapatan masa lalu. Dengan begitu, Anda menurunkan kemungkinan bahwa Anda akan melebihi-lebihkan nilai perusahaan berdasarkan ledakan profitabilitas sementara yang tinggi. Bayangkan sebuah perusahaan memperoleh \$3 per saham di masa lalu

12 bulan, tetapi rata-rata hanya 50 sen per saham selama enam tahun sebelumnya. Angka mana—yang tiba-tiba \$3 atau 50 sen tetap—yang lebih mungkin mewakili tren yang berkelanjutan? Pada 25 kali \$3 yang diperolehnya pada tahun terakhir, saham akan dihargai \$75. Tetapi pada 25 kali pendapatan rata-rata tujuh tahun terakhir (\$6 total pendapatan, dibagi tujuh, sama dengan 85,7 sen per saham dalam pendapatan tahunan rata-rata), saham akan dihargai hanya \$21,43. Nomor mana yang Anda pilih membuat perbedaan besar. Akhirnya, perlu dicatat bahwa metode yang berlaku di Wall Street hari ini—mendasarkan rasio harga/penghasilan terutama pada "penghasilan tahun depan"—akan menjadi

Hal yang mencolok tentang saham-saham pertumbuhan sebagai suatu kelas adalah kecenderungan mereka terhadap perubahan harga pasar yang luas. Ini berlaku untuk perusahaan terbesar dan paling lama berdiri—seperti General Electric dan International Business Machines—dan terlebih lagi perusahaan-perusahaan baru dan kecil yang sukses. Mereka mengilustrasikan tesis kami bahwa karakteristik utama dari pasar saham sejak tahun 1949 adalah injeksi elemen yang sangat spekulatif ke dalam saham perusahaan yang telah mencetak kesuksesan paling cemerlang, dan yang berhak atas peringkat investasi tinggi. (Status kredit mereka adalah yang terbaik, dan mereka membayar suku bunga terendah atas pinjaman mereka.) Kaliber investasi perusahaan semacam itu mungkin tidak berubah selama rentang tahun yang panjang, tetapi karakteristik risiko sahamnya akan tergantung pada apa yang terjadi padanya di pasar saham. Semakin antusias publik tentang hal itu, dan semakin cepat kemajuannya dibandingkan dengan pertumbuhan aktual dalam pendapatannya, semakin berisiko proposisinya.*

Tetapi apakah tidak benar, pembaca mungkin bertanya, bahwa kekayaan yang sangat besar dari saham biasa telah dikumpulkan oleh mereka yang membuat komitmen besar di tahun-tahun awal sebuah perusahaan yang masa depannya mereka sangat yakini, dan yang memegang saham asli mereka. tak tergoyahkan sementara mereka meningkat 100 kali lipat atau lebih nilainya? Jawabannya iya." Tetapi kekayaan besar dari investasi satu perusahaan hampir selalu disadari oleh orang-orang yang

kutukan untuk Graham. Bagaimana Anda bisa menilai perusahaan berdasarkan pendapatan yang bahkan belum dihasilkan? Itu seperti menetapkan harga rumah berdasarkan rumor bahwa Cinderella akan membangun kastil barunya sebentar lagi.

* Contoh terbaru palu titik rumah Graham. Pada 21 September,

2000, Intel Corp., pembuat chip komputer, mengumumkan bahwa mereka memperkirakan pendapatannya akan tumbuh hingga 5% pada kuartal berikutnya. Pada blus pertama, itu terdengar bagus; sebagian besar perusahaan besar akan senang untuk meningkatkan penjualan mereka sebesar 5% hanya dalam tiga bulan. Namun sebagai tanggapan, saham Intel turun

22%, kerugian satu hari dengan nilai total hampir \$91 miliar. Mengapa? Analisis Wall Street memperkirakan pendapatan Intel akan naik hingga 10%. Demikian pula, pada 21 Februari 2001, EMC Corp., sebuah perusahaan penyimpanan data,

mengumumkan bahwa mereka mengharapkan pendapatannya tumbuh setidaknya 25% pada tahun 2001—tetapi peringatan baru di antara pelanggan “dapat menyebabkan siklus penjualan yang lebih lama. .” Karena keraguan itu, saham EMC kehilangan 12,8% dari nilainya dalam satu hari.

TSANGGUP 7-1 SEBUAH Rata-rata Hasil dari "Pertumbuhan Dana," 1961–1970^{sebuah}

	<i>1 tahun</i>	<i>5 tahun 1966–1970</i>	<i>10 tahun 1961–1970</i>	<i>1970 Dividen Kemba n</i>
17 dana pertumbuhan besar	– 7.5%	+23,2%	+121,1%	2.3%
106 dana pertumbuhan yang lebih kecil —	–17.7	+20.3	+102.1	1.6
38 dana pertumbuhan yang lebih kecil —	– 4.7	+23.2	+106.7	1.4
15 dana dengan "pertumbuhan" dalam	–14.2	+13.8	+ 97,4	1.7
Komposit Standard & Poor's	+ 3.5%	+16.1	+104,7	3.4
Rata-rata Industri Dow Jones	+ 8.7	+ 2.9	+ 83,0	3.7

^{sebuah}Angka-angka ini disediakan oleh Wiesenberger Financial Services.

memiliki hubungan dekat dengan perusahaan tertentu—melalui pekerjaan, hubungan keluarga, dll.—yang membenarkan mereka menempatkan sebagian besar sumber daya mereka dalam satu media dan memegang komitmen ini melalui semua perubahan, meskipun banyak godaan untuk menjual dengan harga yang tampaknya tinggi di sepanjang jalan. Seorang investor tanpa kontak pribadi yang begitu dekat akan terus-menerus dihadapkan pada pertanyaan apakah porsi dananya terlalu besar dalam satu media ini.* Setiap penurunan—betapapun sementara—terbukti dalam sekuelnya—akan menonjolkan masalahnya; dan tekanan internal dan eksternal cenderung memaksa dia untuk mengambil apa yang tampaknya menjadi keuntungan yang baik, tapi jauh lebih sedikit dari bonanza akhir.⁴

Tiga Bidang yang Direkomendasikan untuk “Investasi Wirausaha”

Untuk memperoleh hasil investasi yang lebih baik daripada rata-rata dalam jangka panjang memerlukan kebijakan seleksi atau operasi yang memiliki dua manfaat: (1) Kebijakan itu harus memenuhi tes objektif atau rasional dari kesehatan yang mendasarinya; dan (2) harus berbeda dengan kebijakan yang dianut oleh kebanyakan investor atau spekulan. Pengalaman dan studi kami mengarahkan kami untuk merekomendasikan tiga pendekatan investasi yang memenuhi kriteria ini. Mereka agak berbeda satu sama lain, dan masing-masing mungkin memerlukan jenis pengetahuan dan temperamen yang berbeda di pihak mereka yang mengujinya.

* Investor yang setara saat ini “yang memiliki hubungan dekat dengan perusahaan tertentu” disebut sebagai orang yang mengendalikan—manajer atau direktur senior yang membantu menjalankan perusahaan dan memiliki sejumlah besar saham. Eksekutif seperti Bill Gates dari Microsoft atau Warren Buffett dari Berkshire Hathaway memiliki kendali langsung atas nasib perusahaan—dan investor luar ingin melihat kepala eksekutif ini mempertahankan kepemilikan saham mereka yang besar sebagai suara kepercayaan. Tetapi manajer yang kurang senior dan pekerja kelas bawah tidak dapat mempengaruhi harga saham perusahaan dengan keputusan masing-masing; dengan demikian mereka tidak boleh menempatkan lebih dari sebagian kecil dari aset mereka di saham majikan mereka sendiri. Adapun investor luar, tidak peduli seberapa baik mereka pikir mereka mengenal perusahaan, keberatan yang sama berlaku.

Perusahaan Besar yang Relatif Tidak Populer

Jika kita berasumsi bahwa itu adalah kebiasaan pasar untuk menilai terlalu tinggi saham biasa yang telah menunjukkan pertumbuhan yang sangat baik atau glamor karena alasan lain, adalah logis untuk mengharapkan bahwa itu akan menurunkan nilai—setidaknya relatif—perusahaan yang keluar dari pasar. disukai karena perkembangan yang tidak memuaskan yang bersifat sementara. Ini mungkin ditetapkan sebagai hukum fundamental pasar saham, dan ini menyarankan pendekatan investasi yang harus terbukti konservatif dan menjanjikan.

Persyaratan utama di sini adalah bahwa investor yang giat berkonsentrasi pada perusahaan besar yang sedang melalui periode tidak populer. Sementara perusahaan kecil mungkin juga dinilai terlalu rendah karena alasan yang sama, dan dalam banyak kasus kemudian dapat meningkatkan pendapatan dan harga saham mereka, mereka memiliki risiko kehilangan profitabilitas yang pasti dan juga pengabaian yang berlarut-larut oleh pasar meskipun pendapatannya lebih baik. Perusahaan-perusahaan besar dengan demikian memiliki keunggulan ganda atas yang lain. Pertama, mereka memiliki sumber daya dalam modal dan kekuatan otak untuk membawa mereka melalui kesulitan dan kembali ke basis pendapatan yang memuaskan. Kedua, pasar cenderung merespons dengan kecepatan yang wajar untuk setiap peningkatan yang ditunjukkan.

Sebuah demonstrasi yang luar biasa dari kesehatan tesis ini ditemukan dalam studi tentang perilaku harga dari isu-isu yang tidak populer di Dow Jones Industrial Average. Dalam hal ini diasumsikan bahwa investasi dilakukan setiap tahun baik dalam enam atau sepuluh edisi DJIA yang menjual dengan pengganda terendah dari pendapatan mereka saat ini atau tahun sebelumnya. Ini bisa disebut saham "termurah" dalam daftar, dan murahnessnya jelas merupakan cerminan dari relatif tidak populernya investor atau pedagang. Diasumsikan lebih lanjut bahwa pembelian ini terjual habis pada akhir periode penyimpanan mulai dari satu hingga lima tahun. Hasil dari investasi ini kemudian dibandingkan dengan hasil yang ditunjukkan pada DJIA secara keseluruhan atau dalam kelompok pengganda tertinggi (yaitu, yang paling populer).

Materi terperinci yang kami miliki mencakup hasil pembelian tahunan yang diasumsikan di masing-masing dari 53 tahun

terakhir.⁵Pada periode awal, 1917–1933, pendekatan ini terbukti tidak menguntungkan. Tapi sejak 1933 metode ini telah menunjukkan hasil yang sangat sukses. Dalam 34 tes

TABEL 7-2 Persentase Keuntungan atau Kerugian Rata-Rata Tahunan pada Pengujian Masalah, 1937–1969

Periode	10 Rendah- 10 Tinggi- Pengganda 30 DJIA		Saham
	Masalah	Masalah	
1937–1942	– 2.2	–10,0	– 6.3
1943–1947	17.3	8.3	14.9
1948–1952	16.4	4.6	9.9
1953–1957	20.9	10.0	13.7
1958–1962	10.2	– 3.3	3.6
1963–1969 (8 tahun)	8.0	4.6	4.0

dibuat oleh Drexel & Company (sekarang Drexel Firestone)* dengan kepemilikan satu tahun—dari 1937 hingga 1969—saham murah jelas lebih buruk daripada DJIA hanya dalam tiga contoh; hasilnya hampir sama dalam enam kasus; dan saham murah jelas mengungguli rata-rata dalam 25 tahun. Kinerja yang lebih baik secara konsisten dari saham dengan pengali rendah ditunjukkan (Tabel 7-2) dengan hasil rata-rata untuk periode lima tahun berturut-turut, jika dibandingkan dengan DJIA dan sepuluh pengali tinggi.

Perhitungan Drexel lebih jauh menunjukkan bahwa investasi awal sebesar \$10.000 yang dilakukan pada penerbitan dengan pengganda rendah pada tahun 1936, dan diganti setiap tahun sesuai dengan prinsip, akan meningkat menjadi \$66.900 pada tahun 1962. Operasi yang sama pada saham dengan pengganda tinggi akan telah berakhir dengan nilai hanya \$25.300; sementara operasi di ketiga puluh saham akan meningkatkan dana awal menjadi \$44.000.†

Konsep membeli “perusahaan besar yang tidak populer” dan

* Drexel Firestone, sebuah bank investasi Philadelphia, bergabung pada tahun 1973 dengan Burnham & Co. dan kemudian menjadi Drexel Burnham Lambert, yang terkenal dengan pembiayaan obligasi sampah pada boom pengambilalihan tahun 1980-an.

Strategi membeli saham termurah di Dow Jones Industrial Average ini sekarang dijuluki pendekatan “Anjing Dow”. Informasi tentang “Dow 10” tersedia di www.djindexes.com/jsp/dow510Faq.jsp.

eksekusi berdasarkan kelompok, seperti dijelaskan di atas, keduanya cukup sederhana. Tetapi dalam mempertimbangkan masing-masing perusahaan, faktor khusus dari impor yang berlawanan kadang-kadang harus diperhitungkan. Perusahaan yang secara inheren spekulatif karena pendapatan yang sangat bervariasi cenderung menjual dengan harga yang relatif tinggi dan dengan pengganda yang relatif rendah di tahun-tahun baik mereka, dan sebaliknya dengan harga rendah dan pengganda tinggi di tahun-tahun buruk mereka. Hubungan ini diilustrasikan pada Tabel 7-3, yang mencakup fluktuasi umum Chrysler Corp. Dalam kasus ini pasar memiliki skeptisisme yang cukup untuk kelanjutan keuntungan yang luar biasa tinggi untuk menilai mereka secara konservatif, dan sebaliknya ketika pendapatan rendah atau tidak ada. (Perhatikan bahwa, dengan aritmatika, daftar perusahaan terkemuka, dan karenanya tidak terlalu mempengaruhi perhitungan pengganda rendah. Akan sangat mudah untuk menghindari penyertaan masalah anomali seperti itu dalam daftar pengganda rendah dengan mensyaratkan juga bahwa harga harus rendah dalam kaitannya dengan pendapatan rata-rata masa lalu atau dengan beberapa tes serupa.

Saat menulis revisi ini, kami menguji hasil metode pengganda rendah DJIA yang diterapkan pada grup yang diasumsikan dibeli pada

TMAMPU 7-3 Harga dan Pendapatan Umum Chrysler, 1952–1970

<i>Tahun</i>	<i>Laba Per Saham</i>	<i>Harga Tinggi atau</i>	<i>Rasio P/E</i>
1952	\$ 9,04	H 98	10.8
1954	2.13	L 56	26.2
1955	11.49	H 101½	8.8
1956	2.29	L 52 (tahun 1957)	22.9
1957	13,75	H 82	6.7
1958	(definisi) 3.88	L 44 ^{sebuah}	—
1968	24,92 ^b	H 294 ^b	11.8
1970	def.	L 65 ^b	—

^{sebuah} 1962 terendah adalah 37%.

^bDisesuaikan untuk pemecahan saham. def.: Rugi bersih.

akhir tahun 1968 dan dinilai kembali pada tanggal 30 Juni 1971. Kali ini angka tersebut terbukti cukup mengecewakan, menunjukkan kerugian yang tajam untuk pengganda rendah enam atau sepuluh dan keuntungan yang baik untuk pilihan pengganda tinggi. Contoh buruk yang satu ini seharusnya tidak merusak kesimpulan berdasarkan eksperimen 30-aneh, tetapi kejadian baru-baru ini memberinya bobot merugikan khusus. Mungkin investor agresif harus memulai dengan ide "pengganda rendah", tetapi menambahkan persyaratan kuantitatif dan kualitatif lainnya ke dalamnya dalam menyusun portofolionya.

Pembelian Masalah Tawar-menawar

Kami mendefinisikan masalah tawar-menawar sebagai masalah yang berdasarkan fakta yang ditetapkan oleh analisis, tampaknya bernilai jauh lebih tinggi daripada yang dijualnya. Genus ini mencakup obligasi dan saham preferen yang dijual di bawah nilai nominal, serta saham biasa. Agar sekongkret mungkin, izinkan kami menyarankan bahwa suatu masalah bukanlah "tawar-menawar" yang sebenarnya kecuali nilai yang ditunjukkan setidaknya 50% lebih tinggi dari harga. Fakta macam apa yang menjamin kesimpulan bahwa ada perbedaan yang begitu besar? Bagaimana tawar-menawar muncul, dan bagaimana investor mendapat untung darinya?

Ada dua tes dimana saham biasa murah terdeteksi. Yang pertama adalah dengan metode penilaian. Hal ini sebagian besar bergantung pada estimasi pendapatan masa depan dan kemudian mengalikannya dengan faktor yang sesuai dengan masalah tertentu. Jika nilai yang dihasilkan cukup di atas harga pasar—dan jika investor yakin dengan teknik yang digunakan—dia dapat menandai saham tersebut sebagai barang murah. Tes kedua adalah nilai bisnis bagi pemilik pribadi. Nilai ini juga sering ditentukan terutama oleh pendapatan masa depan yang diharapkan—dalam hal ini hasilnya mungkin identik dengan yang pertama. Namun dalam pengujian kedua, perhatian lebih mungkin diberikan pada nilai realisasi aset, dengan penekanan khusus pada aset lancar bersih atau modal kerja.

Pada titik rendah di pasar umum, sebagian besar saham biasa adalah masalah tawar-menawar, yang diukur dengan standar ini. (Contoh tipikal adalah General Motors ketika dijual dengan harga kurang dari 30 in

1941, setara dengan hanya 5 untuk 1971 saham. Itu telah menghasilkan lebih dari \$4 dan membayar \$3,50, atau lebih, dalam

bentuk dividen.) Memang benar bahwa pendapatan saat ini dan prospek langsung mungkin sama-sama buruk, tetapi penilaian berkepala dingin tentang kondisi masa depan rata-rata

akan menunjukkan nilai yang jauh di atas harga yang berlaku. Jadi kebijakan memiliki keberanian di pasar yang tertekan dibuktikan tidak hanya oleh suara pengalaman tetapi juga dengan penerapan teknik analisis nilai yang masuk akal.

Keanehan yang sama dari pasar yang berulang kali membentuk kondisi tawar-menawar dalam daftar umum menjelaskan keberadaan banyak tawar-menawar individu di hampir semua tingkat pasar. Pasar senang membuat gunung keluar dari sarang tikus dan melebih-lebihkan perubahan biasa menjadi kemunduran besar.* Bahkan kurangnya minat atau antusiasme dapat mendorong penurunan harga ke tingkat yang sangat rendah. Jadi kita memiliki apa yang tampaknya menjadi dua sumber utama dari penilaian yang rendah: (1) hasil yang mengecewakan saat ini dan (2) pengabaian atau ketidakpopuleran yang berkepanjangan.

Namun, tidak satu pun dari penyebab ini, jika dipertimbangkan dengan sendirinya, dapat diandalkan sebagai panduan untuk investasi saham biasa yang sukses. Bagaimana kita bisa yakin bahwa hasil yang mengecewakan saat ini memang hanya sementara? Benar, kami dapat memberikan contoh yang sangat baik tentang hal itu terjadi. Stok baja dulu terkenal dengan kualitas siklusnya, dan pembeli yang cerdik dapat memperolehnya dengan harga rendah saat pendapatan rendah dan menjualnya pada tahun-tahun booming dengan keuntungan yang bagus. Sebuah contoh spektakuler diberikan oleh Chrysler Corporation, seperti yang ditunjukkan oleh data pada Tabel 7-3.

Jika ini adalah perilaku standar saham dengan pendapatan yang berfluktuasi, maka menghasilkan keuntungan di pasar saham akan menjadi hal yang mudah. Sayangnya, kami dapat menyebutkan banyak contoh penurunan dalam

* Di antara gunung-gunung paling curam yang baru-baru ini terbuat dari gundukan tikus tanah: Pada bulan Mei 1998, Pfizer Inc. dan Badan Pengawas Obat dan Makanan AS mengumumkan bahwa enam pria yang menggunakan obat anti-impotensi Pfizer Viagra telah meninggal karena serangan jantung saat berhubungan seks. Saham Pfizer langsung melemah, kehilangan 3,4% dalam satu hari karena perdagangan yang padat. Tetapi saham Pfizer melonjak ke depan ketika penelitian kemudian menunjukkan bahwa tidak ada alasan untuk khawatir; saham naik sekitar sepertiga selama dua tahun ke depan. Pada akhir 1997, saham Warner-Lambert Co. turun 19% dalam sehari ketika penjualan obat diabetes barunya untuk sementara dihentikan di Inggris; dalam waktu enam bulan, stoknya hampir dua kali lipat. Pada akhir 2002, Carnival Corp., yang

mengoperasikan kapal pesiar, kehilangan sekitar 10% nilainya setelah turis mengalami diare dan muntah parah—di kapal yang dijalankan oleh perusahaan lain.

pendapatan dan harga yang tidak diikuti secara otomatis oleh pemulihan yang baik dari keduanya. Salah satunya adalah Anaconda Wire and Cable, yang memiliki pendapatan besar hingga tahun 1956, dengan harga tinggi 85 pada tahun itu. Pendapatan kemudian menurun secara tidak teratur selama enam tahun; harganya turun menjadi 23½ pada tahun 1962, dan pada tahun berikutnya diambil alih oleh perusahaan induknya (Anaconda Corporation) dengan jumlah yang setara hanya 33.

Banyaknya pengalaman jenis ini menunjukkan bahwa investor akan membutuhkan lebih dari sekadar penurunan pendapatan dan harga untuk memberinya dasar yang kuat untuk membeli. Dia harus memerlukan indikasi setidaknya stabilitas pendapatan yang wajar selama dekade terakhir atau lebih—yaitu, tidak ada tahun defisit pendapatan—ditambah ukuran yang cukup dan kekuatan keuangan untuk memenuhi kemungkinan kemunduran di masa depan. Kombinasi ideal di sini adalah kombinasi perusahaan besar dan terkemuka yang menjual keduanya jauh di bawah harga rata-rata masa lalu dan pengganda harga/penghasilan rata-rata masa lalu. Ini tidak diragukan lagi akan mengesampingkan sebagian besar peluang menguntungkan di perusahaan seperti Chrysler, karena tahun-tahun harga rendah mereka umumnya disertai dengan rasio harga/penghasilan yang tinggi. Tetapi marilah kita meyakinkan pembaca sekarang—dan tidak diragukan lagi kita akan melakukannya lagi—bahwa ada perbedaan besar antara “keuntungan di belakang” dan “keuntungan uang nyata.” Kami sangat meragukan apakah jenis roller coaster Chrysler adalah media yang cocok untuk operasi oleh investor giat kami.

Kami telah menyebutkan pengabaian atau ketidakpopuleran yang berkepanjangan sebagai penyebab kedua dari penurunan harga ke tingkat yang terlalu rendah. Kasus saat ini semacam ini akan muncul di National Presto Industries. Di pasar bull 1968 itu dijual dengan harga tinggi 45, yang hanya 8 kali lipat penghasilan \$5,61 untuk tahun itu. Keuntungan per-saham meningkat di keduanya

1969 dan 1970, tetapi harganya turun menjadi hanya 21 pada tahun 1970. Ini adalah

kurang dari 4 kali (rekor) pendapatan pada tahun itu dan kurang dari nilai aset lancar-bersih. Pada bulan Maret 1972 itu dijual dengan harga 34, masih saja

5½ kali pendapatan terakhir yang dilaporkan, dan sekitar laba bersih yang diperbesar

nilai aset saat ini.

Contoh lain dari jenis ini disediakan saat ini oleh Standard Minyak California, perhatian yang sangat penting. Pada awal 1972 itu dijual dengan harga yang hampir sama dengan 13 tahun sebelumnya, katakanlah 56. Its

pendapatannya sangat stabil, dengan pertumbuhan yang relatif kecil tetapi dengan hanya satu penurunan kecil selama seluruh periode.

Bukunya

nilainya hampir sama dengan harga pasar. Dengan ini secara konservatif

Catatan tahun 1958-1971 yang menguntungkan perusahaan tidak pernah menunjukkan harga tahunan rata-rata setinggi 15 kali pendapatannya saat ini. Di awal 1972 rasio harga/penghasilan hanya sekitar 10.

Penyebab ketiga untuk harga yang terlalu rendah untuk saham biasa mungkin: menjadi kegagalan pasar untuk mengenali gambaran pendapatan yang sebenarnya. Kita contoh klasik di sini adalah Kereta Api Pasifik Utara yang pada tahun 1946-47 menurun dari 36 menjadi 13%. Penghasilan sebenarnya dari jalan pada tahun 1947 adalah mendekati \$10 per saham. Harga saham tertahan di sebagian besar dengan dividen \$1-nya. Itu diabaikan juga karena banyak dari kekuatan pendapatannya disembunyikan oleh metode akuntansi yang aneh ke rel kereta api.

Jenis masalah tawar-menawar yang paling mudah diidentifikasi adalah saham biasa yang dijual kurang dari net working perusahaan modal saja, setelah dikurangi semua kewajiban sebelumnya.* Ini akan berarti pembeli tidak akan membayar sama sekali untuk aset tetap — bangunan, mesin, dll., atau barang niat baik yang mungkin ada. Sangat sedikit perusahaan yang ternyata memiliki nilai akhir kurang dari modal kerja saja, meskipun contoh yang tersebar mungkin ditemukan. Hal yang mengejutkan, lebih tepatnya, adalah ada begitu banyak perusahaan yang dapat diperoleh yang telah dinilai di pasar pada dasar tawar-menawar ini. Sebuah kompilasi yang dibuat pada tahun 1957, ketika pasar tingkat tidak berarti rendah, diungkapkan sekitar 150 dari umum tersebut saham. Pada Tabel 7-4 kami merangkum hasil pembelian, pada bulan Desember ber 31, 1957, satu saham dari masing-masing 85 perusahaan dalam daftar itu untuk data mana yang muncul di Standard & Poor's Monthly Stock Guide, dan menahan mereka selama dua tahun.

Secara kebetulan, masing-masing kelompok maju dalam dua tahun ke suatu tempat di lingkungan agregat nilai aset lancar-bersih. Keuntungan untuk seluruh "portofolio" dalam hal itu periode adalah 75%, dibandingkan 50% untuk 425 industri Standard & Poor.

Apa yang lebih luar biasa adalah bahwa tidak ada masalah yang menunjukkan signifikansi tidak bisa kalah, tujuh bertahan genap, dan 78 menunjukkan cukup besar keuntungan.

Pengalaman kami dengan jenis pilihan investasi ini — pada a

* Dengan "modal kerja bersih," Graham berarti aset lancar perusahaan (seperti uang tunai, surat berharga, dan persediaan) dikurangi total kewajibannya (termasuk saham preferen dan utang jangka panjang).

TABEL 7-4 Pengalaman Laba dari Saham yang Dinilai Rendah, 1957–1959

Lokasi Pasar	Agregat Agregat Bersih Agregat			
	Jumlah Perusahaan	Harga Aktiva Per Saham	Harga Aktiva Per Saham	Harga Aktiva Per Saham
New York SE	35	\$ 748	\$ 419	\$ 838
SE Amerika	25	495	289	492
Midwest SE	5	163	87	141
Perhitungan	<u>20</u>	<u>425</u>	<u>288</u>	<u>433</u>
Total	85	\$1,831	\$1,083	\$1,904

dasar yang terdiversifikasi — secara seragam baik selama bertahun-tahun sebelum

1957. Mungkin dapat ditegaskan tanpa ragu-ragu bahwa itu merupakan

merupakan metode yang aman dan menguntungkan untuk menentukan dan mengambil

keuntungan dari situasi yang kurang dihargai. Namun, selama jenderal

kemajuan pasar setelah 1957 jumlah peluang seperti itu menjadi sangat terbatas, dan banyak dari yang tersedia ditampilkan mendapatkan keuntungan operasi kecil atau bahkan kerugian.

Penurunan pasar sebesar

1969–70 menghasilkan panen baru dari “modal sub-kerja” ini saham. Kami membahas grup ini di Bab 15, tentang pemilihan stok untuk

investor yang giat.

Pola Bargain-Isu di Perusahaan Sekunder. Kita punya mendefinisikan perusahaan sekunder sebagai perusahaan yang bukan pemimpin secara adil industri penting. Jadi itu biasanya salah satu masalah yang lebih kecil di bidangnya, tetapi mungkin juga menjadi unit utama dalam garis tan. Sebagai pengecualian, setiap perusahaan yang telah didirikan dirinya sebagai saham pertumbuhan biasanya tidak dianggap “sekunder.”

Di pasar banteng besar tahun 1920-an, perbedaannya relatif kecil

ditarik antara para pemimpin industri dan isu-isu lain yang terdaftar, pro-
vided yang terakhir adalah ukuran terhormat. Masyarakat merasa bahwa
perusahaan menengah cukup kuat untuk menghadapi badai dan bahwa itu memiliki peluang lebih baik untuk ekspansi yang benar-benar spektakuler daripada satu yang sudah dari dimensi utama. Tahun-tahun depresi 1931–32, bagaimanapun, memiliki dampak yang sangat menghancurkan pada perusahaan di bawah peringkat pertama baik dalam ukuran atau stabilitas yang melekat. Sebagai hasil dari pengalaman itu, investor telah mengembangkan pro-

menyatakan preferensi untuk pemimpin industri dan kurangnya minat yang sesuai sebagian besar waktu di perusahaan biasa kepentingan sekunder. Ini berarti bahwa kelompok yang terakhir biasanya menjual dengan harga yang jauh lebih rendah dalam kaitannya dengan pendapatan dan aset daripada yang pertama. Ini berarti lebih jauh bahwa dalam banyak kasus harga telah jatuh begitu rendah sehingga menimbulkan masalah di kelas tawar-menawar.

Ketika investor menolak saham perusahaan sekunder, meskipun dijual dengan harga yang relatif rendah, mereka mengekspresikan keyakinan atau ketakutan bahwa perusahaan tersebut menghadapi masa depan yang suram. Faktanya, setidaknya secara tidak sadar, mereka menghitung bahwa harga apa pun terlalu tinggi untuk mereka karena mereka menuju kepunahan—seperti pada 1929 teori pendamping untuk "blue chips" adalah bahwa tidak ada harga yang terlalu tinggi untuk mereka karena kemungkinan masa depan mereka tidak terbatas. Kedua pandangan ini berlebihan dan menghasilkan kesalahan investasi yang serius. Sebenarnya, tipikal perusahaan menengah yang terdaftar adalah yang besar jika dibandingkan dengan rata-rata bisnis milik pribadi. Tidak ada alasan yang masuk akal mengapa perusahaan-perusahaan seperti itu tidak boleh terus beroperasi tanpa batas waktu, mengalami perubahan-perubahan yang menjadi ciri perekonomian kita, tetapi secara keseluruhan memperoleh pengembalian yang adil atas modal yang mereka investasikan.

Tinjauan singkat ini menunjukkan bahwa sikap pasar saham terhadap perusahaan-perusahaan sekunder cenderung tidak realistis dan akibatnya menciptakan banyak sekali contoh undervaluation besar-besaran pada waktu-waktu normal. Seperti yang terjadi, periode Perang Dunia II dan ledakan pascaperang lebih menguntungkan bagi perusahaan yang lebih kecil daripada yang lebih besar, karena dengan demikian persaingan normal untuk penjualan dihentikan dan yang pertama dapat memperluas penjualan dan margin keuntungan secara lebih spektakuler. Jadi pada tahun 1946 pola pasar telah sepenuhnya berbalik dari pola sebelum perang. Sedangkan saham-saham unggulan di Dow Jones Industrial Average hanya menguat

40% dari akhir tahun 1938 ke level tertinggi tahun 1946, indeks Standard & Poor's dari saham-saham berharga murah telah melonjak tidak kurang dari 280% pada periode yang sama. Spekulasi dan banyak investor gadungan—dengan ingatan pendek pepatah tentang

orang-orang di pasar saham—sangat ingin membeli baik masalah lama maupun baru dari perusahaan yang tidak penting pada tingkat yang meningkat. Dengan demikian pendulum telah berayun jelas ke ekstrem yang berlawanan. Isu-isu sekunder yang sangat berkelas yang sebelumnya memberikan proporsi terbesar dari peluang tawar-menawar sekarang menghadirkan jumlah terbesar dari contoh antusiasme yang berlebihan.

asm dan penilaian yang berlebihan. Dengan cara yang berbeda, fenomena ini terulang pada tahun 1961 dan 1968—penekanan sekarang ditempatkan pada penawaran baru saham perusahaan kecil yang kurang dari karakter sekunder, dan pada hampir semua perusahaan di bidang tertentu yang disukai seperti "elektronik", "komputer", "waralaba", dan lain-lain.*

Seperti yang diharapkan penurunan pasar berikutnya jatuh paling berat pada penilaian yang berlebihan ini. Dalam beberapa kasus, ayunan pendulum mungkin telah mencapai nilai yang terlalu rendah.

Jika sebagian besar masalah sekunder biasanya cenderung undervalued, alasan apa yang membuat investor percaya bahwa dia dapat mengambil untung dari situasi seperti itu? Karena jika itu bertahan tanpa batas waktu, apakah dia tidak akan selalu berada di posisi pasar yang sama seperti ketika dia membeli masalah itu? Jawabannya di sini agak rumit. Keuntungan besar dari pembelian perusahaan sekunder dengan harga murah muncul dalam berbagai cara. Pertama, pengembalian dividen yang relatif tinggi. Kedua, pendapatan yang diinvestasikan kembali adalah substansial dalam kaitannya dengan harga yang dibayarkan dan pada akhirnya akan mempengaruhi harga. Dalam periode lima sampai tujuh tahun, keuntungan ini bisa menjadi cukup besar dalam daftar yang dipilih dengan baik. Ketiga, pasar bull biasanya paling murah hati untuk masalah harga rendah; sehingga cenderung menaikkan masalah tawar-menawar yang khas ke setidaknya tingkat yang wajar. Keempat, bahkan selama periode pasar yang relatif tidak menonjolkan proses penyesuaian harga yang berkelanjutan, di mana isu-isu sekunder yang undervalued dapat naik setidaknya ke tingkat normal untuk jenis keamanannya. Kelima, faktor-faktor spesifik yang dalam banyak

* Dari tahun 1975 hingga 1983, saham-saham kecil ("sekunder") mengungguli saham-saham besar dengan rata-rata yang luar biasa 17,6 poin persentase per tahun. Publik yang berinvestasi dengan antusias merangkul saham-saham kecil, perusahaan reksa dana meluncurkan ratusan dana baru yang mengkhususkan diri di dalamnya, dan saham-saham kecil diwajibkan oleh kinerja buruk saham-saham besar sebesar lima poin persentase per tahun selama dekade berikutnya. Siklus tersebut terulang kembali pada tahun 1999, ketika saham-saham kecil mengalahkan saham-saham besar hampir sembilan poin persentase, menginspirasi para bankir investasi untuk menjual ratusan saham-saham kecil berteknologi tinggi kepada publik untuk pertama kalinya. Alih-alih "elektronik," "komputer," atau "waralaba" dalam nama mereka, kata kunci baru adalah

".com," "optik," "nirkabel," dan bahkan awalan seperti "e-" dan "I-." Menginvestasikan kata kunci selalu berubah menjadi gergaji, mencabik-cabik siapa saja yang percaya padanya.

kasus yang dibuat untuk catatan pendapatan yang mengecewakan dapat dikoreksi dengan munculnya kondisi baru, atau penerapan kebijakan baru, atau dengan perubahan manajemen.

Faktor baru yang penting dalam beberapa tahun terakhir adalah akuisisi perusahaan kecil oleh perusahaan besar, biasanya sebagai bagian dari program diversifikasi. Dalam kasus ini, pertimbangan yang dibayarkan hampir selalu relatif murah hati, dan jauh melebihi tingkat tawar-menawar yang ada tidak lama sebelumnya.

Ketika suku bunga jauh lebih rendah daripada tahun 1970, bidang masalah tawar-menawar meluas ke obligasi dan saham preferen yang dijual dengan diskon besar dari jumlah klaim mereka. Saat ini kami memiliki situasi yang berbeda di mana bahkan masalah yang dijamin dengan baik dijual dengan diskon besar jika membawa tingkat kupon, katakanlah, $4\frac{1}{2}\%$ atau kurang. Contoh: Telepon & Telegraf Amerika $2\frac{5}{8}\%$, jatuh tempo 1986, dijual serendah 51 pada tahun 1970; Deere & Co's, jatuh tempo 1983, dijual serendah 62. Ini mungkin berubah menjadi peluang tawar-menawar sebelum sangat lama—jika suku bunga yang berkuasa harus turun secara substansial. Untuk penerbitan obligasi murah dalam pengertian yang lebih tradisional mungkin kita harus beralih sekali lagi ke obligasi hipotek pertama dari rel kereta api yang sekarang dalam kesulitan keuangan, yang dijual pada tahun 20-an atau 30-an. Situasi seperti itu bukan untuk investor yang tidak ahli; tidak memiliki rasa nilai yang nyata di bidang ini, dia mungkin membakar jari-jarinya. Tetapi ada kecenderungan yang mendasari penurunan pasar di bidang ini untuk dilakukan secara berlebihan; akibatnya kelompok secara keseluruhan menawarkan undangan yang sangat berharga untuk analisis yang cermat dan berani. Dalam dasawarsa yang berakhir pada tahun 1948, kelompok obligasi kereta api yang gagal bayar bernilai miliaran dolar menghadirkan banyak peluang dan spektakuler di bidang ini. Kesempatan seperti itu sudah cukup langka sejak saat itu; tetapi mereka tampaknya akan kembali pada tahun 1970-an.*

* Obligasi kereta api yang gagal bayar tidak menawarkan peluang yang signifikan saat ini. Namun, seperti yang telah disebutkan, obligasi sampah yang tertekan dan gagal bayar, serta obligasi konversi yang diterbitkan oleh perusahaan teknologi tinggi, dapat menawarkan nilai nyata setelah jatuhnya pasar tahun 2000–2002. Tetapi diversifikasi di bidang ini sangat penting—dan tidak praktis tanpa setidaknya \$100.000

untuk mendedikasikan pada sekuritas yang tertekan saja. Kecuali Anda seorang jutawan beberapa kali lipat, diversifikasi semacam ini bukanlah suatu pilihan.

Situasi Khusus, atau "Latihan"

Belum lama berselang, ini adalah bidang yang hampir bisa menjamin tingkat pengembalian yang menarik bagi mereka yang tahu jalan di dalamnya; dan ini benar di hampir semua jenis situasi pasar umum. Itu sebenarnya bukan wilayah terlarang bagi anggota masyarakat umum. Beberapa orang yang memiliki bakat untuk hal semacam ini dapat mempelajari seluk beluknya dan menjadi praktisi yang cukup cakap tanpa perlu studi akademis atau magang yang lama. Yang lain cukup tertarik untuk mengenali dasar yang sehat dari pendekatan ini dan untuk menghubungkan diri mereka dengan para pemuda cerdas yang menangani dana yang dicurahkan terutama untuk "situasi khusus" ini. Namun dalam beberapa tahun terakhir, untuk alasan yang akan kita kembangkan nanti, bidang "arbitrase dan latihan" menjadi lebih berisiko dan kurang menguntungkan. Bisa jadi di tahun-tahun mendatang kondisi di bidang ini akan semakin menguntungkan. Bagaimanapun, ada baiknya menguraikan sifat umum dan asal usul operasi ini, dengan satu atau dua contoh ilustratif.

"Situasi khusus" yang khas telah berkembang dari meningkatnya jumlah akuisisi perusahaan kecil oleh perusahaan besar, karena Injil diversifikasi produk telah diadopsi oleh semakin banyak manajemen. Seringkali tampak bisnis yang baik bagi perusahaan semacam itu untuk mengakuisisi perusahaan yang sudah ada di bidang yang ingin dimasukinya daripada memulai usaha baru dari awal. Untuk memungkinkan akuisisi tersebut, dan untuk mendapatkan persetujuan dari mayoritas pemegang saham yang dibutuhkan dari perusahaan kecil, hampir selalu perlu untuk menawarkan harga yang jauh di atas harga saat ini. Langkah-langkah perusahaan semacam itu telah menghasilkan peluang menghasilkan keuntungan yang menarik bagi mereka yang telah mempelajari bidang ini, dan memiliki penilaian yang baik yang diperkuat oleh banyak pengalaman.

Banyak uang dihasilkan oleh investor yang cerdas beberapa tahun yang lalu melalui pembelian obligasi rel kereta api dalam kebangkrutan—obligasi yang mereka tahu akan jauh lebih berharga daripada biayanya ketika rel kereta api akhirnya ditata ulang. Setelah pengumuman rencana reorganisasi, sebuah pasar "ketika diterbitkan" untuk sekuritas baru muncul. Ini hampir selalu dapat dijual dengan

harga yang jauh lebih mahal daripada biaya penerbitan lama yang akan ditukar dengannya. Ada risiko nonconsumma-

rencana atau penundaan yang tidak terduga, tetapi secara keseluruhan seperti itu

“operasi arbitrase” terbukti sangat menguntungkan.

Ada peluang serupa yang tumbuh dari perpisahan perusahaan induk utilitas publik sesuai dengan undang-undang tahun 1935.

Hampir semua perusahaan ini terbukti bernilai jauh lebih besar ketika berubah dari perusahaan induk menjadi grup terpisah perusahaan yang beroperasi.

Faktor yang mendasari di sini adalah kecenderungan pasar keamanan

kets untuk meremehkan isu-isu yang terlibat dalam segala jenis kepatuhan

diproses hukum. Moto lama Wall Street adalah: “Tidak pernah” membeli gugatan.” Ini mungkin nasihat yang bagus untuk spekulasi mencari tindakan cepat atas kepemilikannya. Tetapi adopsi sikap ini sikap masyarakat umum pasti akan menciptakan peluang tawar-menawar

dalam surat berharga yang terkena dampaknya, karena prasangka terhadap mereka

menahan harga mereka ke tingkat yang terlalu rendah.*

Eksplorasi situasi khusus adalah cabang teknis dari investasi yang membutuhkan mentalitas yang agak tidak biasa dan peralatan. Mungkin hanya sebagian kecil dari usaha kami investor cenderung terlibat di dalamnya, dan buku ini bukan media yang tepat untuk menjelaskan komplikasinya.⁶

Implikasi Lebih Luas dari Aturan Kami untuk Investasi

Kebijakan investasi, seperti yang telah dikembangkan di sini, pertama-tama tergantung pada pilihan investor baik peran defensif (pasif) atau agresif (enterprise). Investor yang agresif harus memiliki pengetahuan yang cukup tentang nilai keamanan—bahkan cukup untuk menjamin bahwa operasi keamanannya setara dengan perusahaan bisnis. Tidak ada ruang dalam filosofi ini untuk

* Contoh klasik baru-baru ini adalah Philip Morris, yang sahamnya kehilangan 23% dalam dua hari setelah pengadilan Florida memberi wewenang kepada juri untuk mempertimbangkan ganti rugi hingga \$200 miliar terhadap perusahaan—yang akhirnya mengakui bahwa rokok dapat menyebabkan kanker. Dalam setahun,

saham Philip Morris telah berlipat ganda—hanya untuk jatuh kembali setelah penilaian bernilai miliaran dolar kemudian di Illinois. Beberapa saham lain sebenarnya telah dihancurkan oleh tuntutan hukum pertanggungjawaban, termasuk Johns Manville, WR Grace, dan USG Corp. Jadi, "jangan pernah membeli gugatan" tetap menjadi aturan yang valid untuk semua kecuali investor yang paling pemberani untuk dijalani.

jalan tengah, atau serangkaian gradasi, antara status pasif dan agresif. Banyak, mungkin sebagian besar, investor berusaha menempatkan diri mereka dalam kategori menengah seperti itu; menurut kami itu adalah kompromi yang lebih mungkin menghasilkan kekecewaan daripada pencapaian.

Sebagai seorang investor, Anda tidak dapat menjadi “setengah pengusaha” dengan baik, dengan harapan mencapai setengah dari tingkat normal keuntungan bisnis dari dana Anda.

Berdasarkan alasan ini, mayoritas pemilik sekuritas harus memilih klasifikasi defensif. Mereka tidak punya waktu, atau tekad, atau peralatan mental untuk memulai investasi sebagai bisnis semu. Oleh karena itu mereka harus puas dengan pengembalian luar biasa yang sekarang dapat diperoleh dari portofolio defensif (dan bahkan dengan lebih sedikit), dan mereka harus dengan gigih menahan godaan berulang untuk meningkatkan pengembalian ini dengan menyimpang ke jalur lain.

Investor yang giat dapat dengan tepat memulai operasi keamanan apa pun yang pelatihan dan penilaiannya memadai dan yang tampaknya cukup menjanjikan bila diukur dengan standar bisnis yang ditetapkan.

Dalam rekomendasi dan peringatan kami untuk kelompok investor ini, kami telah berusaha menerapkan standar bisnis tersebut. Bagi investor defensif, kami sebagian besar telah dipandu oleh tiga persyaratan keamanan yang mendasari, kesederhanaan pilihan, dan janji hasil yang memuaskan, dalam hal psikologi serta aritmatika. Penggunaan kriteria ini telah membuat kami mengecualikan dari bidang investasi yang direkomendasikan sejumlah kelas keamanan yang biasanya dianggap cocok untuk berbagai jenis investor. Larangan ini tercantum dalam bab pertama kami di hal. 30.

Mari kita pertimbangkan sedikit lebih lengkap daripada sebelumnya apa yang tersirat dalam pengecualian ini. Kami telah menyarankan untuk tidak membeli pada “harga penuh” tiga kategori sekuritas penting: (1) obligasi asing, (2) saham preferen biasa, dan (3) saham biasa sekunder, termasuk, tentu saja, penawaran asli dari masalah tersebut. Yang kami maksud dengan “harga penuh” adalah harga yang mendekati nilai nominal untuk obligasi atau saham preferen, dan harga yang mewakili nilai bisnis wajar perusahaan dalam kasus saham biasa. Semakin banyak investor defensif yang menghindari kategori ini terlepas dari harga; investor giat adalah untuk membelinya hanya ketika memperoleh-

dapat dilakukan dengan harga murah—yang kami definisikan sebagai harga tidak lebih dari dua pertiga dari nilai penilaian sekuritas.

Apa yang akan terjadi jika semua investor dipandu oleh saran kami dalam hal ini? Pertanyaan itu dipertimbangkan sehubungan dengan obligasi luar negeri, pada hal. 138, dan kami tidak memiliki apa pun untuk ditambahkan pada saat ini. Saham preferen tingkat investasi hanya akan dibeli oleh perusahaan, seperti perusahaan asuransi, yang akan mendapatkan keuntungan dari status pajak pendapatan khusus dari penerbitan saham yang dimiliki oleh mereka.

Konsekuensi paling merepotkan dari kebijakan pengecualian kami adalah di bidang saham biasa sekunder. Jika mayoritas investor, berada di kelas defensif, tidak membelinya sama sekali, bidang pembeli yang mungkin menjadi sangat terbatas. Lebih jauh lagi, jika investor agresif ingin membelinya hanya pada tingkat tawar-menawar, maka masalah ini akan ditakdirkan untuk dijual kurang dari nilai wajarnya, kecuali jika dibeli secara tidak cerdas.

Ini mungkin terdengar parah dan bahkan samar-samar tidak etis. Namun sebenarnya kita hanya mengakui apa yang sebenarnya telah terjadi di daerah ini untuk sebagian besar dari 40 tahun terakhir. Masalah sekunder, sebagian besar, berfluktuasi tentang tingkat pusat yang jauh di bawah nilai wajarnya. Mereka kadang-kadang mencapai dan bahkan melampaui nilai itu; tetapi ini terjadi di hulu pasar bull, ketika pelajaran dari pengalaman praktis akan menentang kelayakan membayar harga yang berlaku untuk saham biasa.

Jadi kami hanya menyarankan agar investor agresif mengenali fakta kehidupan seperti yang dijalani oleh isu-isu sekunder dan bahwa mereka menerima tingkat pasar sentral yang normal untuk kelas itu sebagai panduan mereka dalam menetapkan tingkat pembelian mereka sendiri.

Namun, ada paradoks di sini. Rata-rata perusahaan sekunder yang dipilih dengan baik mungkin sama menjanjikannya dengan rata-rata pemimpin industri. Apa yang kurang menjadi perhatian yang lebih kecil dalam stabilitas inheren dapat dengan mudah dibuat dalam kemungkinan pertumbuhan yang unggul. Akibatnya, mungkin tampak tidak logis bagi banyak pembaca untuk menyebut "tidak cerdas" pembelian masalah sekunder semacam itu dengan "nilai perusahaan" penuh mereka. Kami berpikir bahwa logika terkuat adalah pengalaman. Sejarah keuangan mengatakan dengan jelas

bahwa investor dapat mengharapkan hasil yang memuaskan, rata-rata, dari saham biasa sekunder hanya jika ia membelinya dengan harga kurang dari nilainya kepada pemilik pribadi, yaitu dengan dasar tawar-menawar.

Kalimat terakhir menunjukkan bahwa prinsip ini berkaitan dengan investor luar biasa. Siapa pun yang dapat mengendalikan perusahaan sekunder, atau yang merupakan bagian dari kelompok kohesif dengan kontrol tersebut, sepenuhnya dibenarkan untuk membeli saham dengan dasar yang sama seolah-olah dia berinvestasi dalam “perusahaan tertutup” atau bisnis swasta lainnya. Perbedaan antara posisi, dan kebijakan investasi konsekuensi, dari orang dalam dan orang luar menjadi lebih penting karena perusahaan itu sendiri menjadi kurang penting. Ini adalah karakteristik dasar dari sebuah perusahaan utama atau terkemuka bahwa satu saham terpisah biasanya bernilai sebanyak saham di blok pengendali. Di perusahaan sekunder, nilai pasar rata-rata dari saham yang tidak terikat secara substansial lebih kecil daripada nilainya bagi pemilik pengendali. Karena fakta ini,

Di akhir Bab 5 kami mengomentari kesulitan membuat perbedaan yang tegas dan cepat antara perusahaan primer dan sekunder. Banyaknya saham biasa di area batas mungkin menunjukkan perilaku harga menengah dengan tepat. Tidaklah tidak logis bagi investor untuk membeli masalah seperti itu dengan diskon kecil dari nilai indikasi atau penilaiannya, dengan teori bahwa itu hanya sedikit jaraknya dari klasifikasi utama dan bahwa ia dapat memperoleh peringkat seperti itu tanpa pengecualian dalam masa depan yang tidak terlalu jauh.

Jadi perbedaan antara isu-isu primer dan sekunder tidak perlu dibuat terlalu tepat; karena, jika demikian, maka perbedaan kecil dalam kualitas harus menghasilkan perbedaan besar dalam harga pembelian yang dapat dibenarkan. Dengan mengatakan ini, kami mengakui jalan tengah dalam klasifikasi saham biasa, meskipun kami menyarankan agar tidak menggunakan jalan tengah seperti itu dalam klasifikasi investor. Alasan kami untuk ketidakkonsistenan yang nyata ini adalah sebagai berikut: Tidak ada kerugian besar yang datang dari beberapa ketidakpastian sudut pandang mengenai keamanan tunggal, karena kasus seperti itu luar biasa dan tidak banyak yang dipengaruhi dalam masalah ini. Tetapi pilihan investor antara status defensif atau agresif adalah konsekuensi besar baginya, dan dia tidak boleh membiarkan dirinya bingung atau berkompromi dalam keputusan dasar ini.

KOMENTAR PADA BAB 7

Dibutuhkan banyak keberanian dan banyak kehati-hatian untuk menghasilkan banyak uang; dan ketika Anda sudah mendapatkannya, dibutuhkan kecerdasan sepuluh kali lipat untuk mempertahankannya.

—*Nathan Mayer Rothschild*

TIDAK ADA WAKTU

Dalam dunia yang ideal, investor yang cerdas akan memegang saham hanya saat harganya murah dan menjualnya saat harganya menjadi terlalu mahal, kemudian masuk ke bunker obligasi dan uang tunai sampai saham kembali menjadi cukup murah untuk dibeli. Dari tahun 1966 sampai akhir tahun 2001, satu studi menyatakan, \$1 yang disimpan terus menerus di saham akan tumbuh menjadi \$11,71. Tetapi jika Anda kehabisan stok tepat sebelum lima hari terburuk setiap tahun, \$ 1 asli Anda akan tumbuh menjadi \$ 987,12.¹

Seperti kebanyakan ide pasar magis, yang satu ini didasarkan pada sulap. Bagaimana tepatnya Anda (atau siapa pun) mengetahui hari mana yang akan menjadi hari terburuk—sebelum hari itu tiba? Pada tanggal 7 Januari 1973, New York Times menampilkan wawancara dengan salah satu peramal keuangan terkemuka negara, yang mendesak investor untuk membeli saham tanpa ragu-ragu: "Sangat jarang Anda bisa menjadi bullish tanpa pengecualian seperti yang Anda bisa sekarang." Peramal itu bernama Alan Greenspan, dan sangat jarang ada orang

¹"Kebenaran Tentang Waktu," Barron's, 5 November 2001, hlm. 20. Judul artikel ini adalah pengingat yang berguna tentang prinsip abadi bagi investor cerdas. Kapan pun Anda melihat kata "kebenaran" dalam artikel tentang investasi, persiapkan diri Anda; banyak kutipan yang mengikutinya cenderung bohong. (Untuk satu hal, seorang investor yang membeli saham pada tahun 1966 dan menahannya sampai akhir tahun 2001 akan mendapatkan setidaknya \$40, bukan \$11,71; studi yang dikutip dalam Barron tampaknya telah mengabaikan reinvestasi dividen.)

pernah begitu salah tanpa pengecualian seperti calon ketua Federal Reserve pada hari itu: 1973 dan 1974 ternyata menjadi tahun-tahun terburuk bagi pertumbuhan ekonomi dan pasar saham sejak Depresi Hebat.²

Dapatkah para profesional mengatur waktu pasar lebih baik daripada Alan Greenspan? “Saya tidak melihat alasan untuk tidak berpikir bahwa mayoritas penurunan ada di belakang kita,” kata Kate Leary Lee, presiden firma market-timing RM Leary & Co., pada 3 Desember 2001. “Inilah saat Anda ingin berada di pasar,” tambahnya, memprediksi bahwa saham “terlihat bagus” untuk kuartal pertama tahun 2002.³Selama tiga bulan berikutnya, saham memperoleh pengembalian 0,28% yang sangat sedikit, kinerja tunai yang buruk sebesar 1,5 poin persentase.

Leary tidak sendirian. Sebuah studi oleh dua profesor keuangan di Duke University menemukan bahwa jika Anda mengikuti rekomendasi 10% terbaik dari semua buletin waktu pasar, Anda akan mendapatkan pengembalian tahunan 12,6% dari tahun 1991 hingga 1995. Tetapi jika Anda telah mengabaikan mereka dan menyimpan uang Anda dalam dana indeks saham, Anda akan mendapatkan 16,4%.⁴

Seperti yang dicatat oleh filsuf Denmark Søren Kierkegaard, hidup hanya dapat dipahami dari belakang—tetapi harus dijalani ke depan. Melihat ke belakang, Anda selalu dapat melihat dengan tepat kapan Anda seharusnya membeli dan menjual saham Anda. Tapi jangan biarkan hal itu membodohi Anda dengan berpikir bahwa Anda dapat melihat, secara real time, kapan harus masuk dan keluar. Di pasar keuangan, pandangan ke belakang selamanya 20/20, tetapi pandangan ke depan buta secara hukum. Dan dengan demikian, bagi sebagian besar investor, market timing adalah kemustahilan yang praktis dan emosional.⁵

²The New York Times, 7 Januari 1973, bagian khusus “Survei Ekonomi”, hlm. 2, 19, 44.

³Siaran pers, “Ini saat yang tepat untuk berada di pasar, kata RM Leary & Company,” 3 Desember 2001.

⁴Anda juga akan menghemat ribuan dolar dalam biaya berlangganan tahunan (yang belum dipotong dari perhitungan pengembalian buletin ini). Dan biaya pialang dan pajak keuntungan modal jangka pendek biasanya jauh lebih tinggi untuk pengatur waktu pasar daripada investor beli dan tahan. Untuk studi Duke, lihat John R. Graham dan Campbell R. Harvey, “Grading the Performance of Market-Timing Newsletters,” *Financial Analysts Journal*, November/Desember, 1997, hlm. 54-66, juga tersedia di www.duke.edu/~charvey/penelitian.htm.

~charvey/penelitian.
htm.

⁵Untuk informasi lebih lanjut tentang alternatif yang masuk akal untuk pengaturan waktu pasar—penyeimbangan kembali dan rata-rata biaya dolar—lihat Bab 5 dan 8.

WHATGOESUP...

Seperti pesawat ruang angkasa yang menambah kecepatan saat mereka naik ke stratosfer Bumi, stok pertumbuhan sering kali tampaknya menentang gravitasi. Mari kita lihat lintasan tiga saham pertumbuhan terpanas tahun 1990-an: General Electric, Home Depot, dan Sun Microsystems. (Lihat Gambar 7-1.)

Setiap tahun dari 1995 hingga 1999, masing-masing tumbuh lebih besar dan lebih menguntungkan. Pendapatan berlipat ganda di Sun dan lebih dari dua kali lipat di Home Depot. Menurut Value Line, pendapatan GE tumbuh 29%; pendapatannya naik 65%. Di Home Depot dan Sun, pendapatan per saham naik tiga kali lipat.

Tetapi sesuatu yang lain sedang terjadi—dan itu tidak akan mengejutkan Graham sedikit pun. Semakin cepat perusahaan-perusahaan ini tumbuh, semakin mahal harga saham mereka. Dan ketika saham tumbuh lebih cepat dari perusahaan, investor selalu berakhir menyesal. Seperti yang ditunjukkan Gambar 7-2:

Perusahaan yang hebat bukanlah investasi yang bagus jika Anda membayar terlalu banyak untuk sahamnya.

Semakin banyak saham naik, semakin besar kemungkinan untuk terus naik. Tetapi keyakinan naluriyah itu secara tegas ditentang oleh hukum dasar fisika keuangan: Semakin besar mereka, semakin lambat mereka tumbuh. Perusahaan senilai \$1 miliar dapat melipatgandakan penjualannya dengan cukup mudah; tetapi di mana perusahaan senilai \$50 miliar dapat beralih untuk menemukan \$50 miliar lagi dalam bisnis?

Saham pertumbuhan layak dibeli ketika harganya masuk akal, tetapi ketika rasio harga/penghasilan mereka jauh di atas 25 atau 30, peluangnya menjadi jelek:

- Jurnalis Carol Loomis menemukan bahwa, dari tahun 1960 hingga 1999, hanya delapan dari 150 perusahaan terbesar dalam daftar Fortune 500 yang berhasil meningkatkan pendapatan mereka dengan rata-rata tahunan minimal 15% selama dua dekade.⁶
- Melihat data selama lima dekade, firma riset Sanford C. Bernstein & Co. menunjukkan bahwa hanya 10% perusahaan besar AS yang telah meningkatkan pendapatan mereka sebesar 20% setidaknya selama lima tahun berturut-turut; hanya 3% yang tumbuh sebesar 20% setidaknya selama 10 tahun berturut-turut; dan tidak ada satu pun yang melakukannya selama 15 tahun berturut-turut.⁷

⁶Carol J. Loomis, “Delusi 15%,” *Fortune*, 5 Februari 2001, hlm. 102–108.

⁷Lihat Jason Zweig, “A Matter of Expectations,” *Money*, Januari 2001, hlm. 49–50.

ANGKA 7-1 Ke atas, Ke atas, dan SEBUAHcara

		1995	1996	1997	1998	1999
Listrik Umum	Pendapatan (\$ juta)	43.013	46.119	48.952	51.546	55.645
	Laba per saham (\$)	0,65	0.73	0.83	0.93	1.07
	Pengembalian saham tahunan (%)	44.5	40.0	50.6	40.7	53.2
	Rasio harga/penghasilan akhir tahun	18.4	22.8	29.9	36.4	47.9
Depot Rumah	Pendapatan (\$ juta)	15.470	19.536	24.156	30.219	38.434
	Laba per saham (\$)	0.34	0,43	0,52	0,71	1.00
	Pengembalian saham tahunan (%)	4.2	5.5	76.8	108.3	68.8
	Rasio harga/penghasilan akhir tahun	32.3	27.6	37.5	61.8	73.7
Mikrosistem	Pendapatan (\$ juta)	5.902	7.095	8.598	9.791	11.726
	Laba per saham (\$)	0.11	0.17	0.24	0,29	0.36
	Pengembalian saham tahunan (%)	157.0	12.6	55.2	114,7	261.7
	Rasio harga/penghasilan akhir tahun	20.3	17.7	17.9	34.5	97.7

Sumber: Bloomberg, Value Line

Catatan: Pendapatan dan pendapatan untuk tahun fiskal; pengembalian saham untuk tahun kalender; rasio harga/penghasilan adalah harga 31 Desember dibagi dengan laba yang dilaporkan untuk empat kuartal sebelumnya.

ANGKA 7-2 Lihat Keluar Di bawah

	Harga 31/12/99	Harga 12/31/02	rasio P/E 31/12/99	rasio P/E Maret 2003
Listrik Umum	\$51,58	\$24.35	48.1	15.7
Depot Rumah	\$68,75	\$23,96	97.4	14.3
Mikrosistem	\$38.72	\$38.72	123.3	tidak

t/a: Tidak berlaku; Sun mengalami kerugian bersih pada tahun 2002.

Sumber: www.morningstar.com, yahoo.marketguide.com

- Sebuah studi akademis terhadap ribuan saham AS dari tahun 1951 hingga 1998 menemukan bahwa selama periode 10 tahun, laba bersih tumbuh rata-rata 9,7% per tahun. Tetapi untuk 20% perusahaan terbesar, pendapatan tumbuh rata-rata tahunan hanya 9,3%.⁸

Bahkan banyak pemimpin perusahaan gagal memahami peluang ini (lihat bilah samping di halaman 184). Namun, investor yang cerdas menjadi tertarik pada saham-saham dengan pertumbuhan besar bukan saat saham tersebut sedang populer—melainkan ketika ada yang tidak beres. Pada Juli 2002, Johnson & Johnson mengumumkan bahwa regulator Federal sedang menyelidiki tuduhan pemalsuan catatan di salah satu pabrik obatnya, dan sahamnya kehilangan 16% dalam satu hari. Itu membuat harga saham J&J turun dari 24 kali pendapatan 12 bulan sebelumnya menjadi hanya 20 kali lipat. Pada tingkat yang lebih rendah itu, Johnson & Johnson mungkin sekali lagi telah menjadi saham pertumbuhan dengan ruang untuk tumbuh—menjadikannya contoh dari apa yang disebut Graham sebagai "perusahaan besar yang relatif tidak populer."⁹

Ketidakpopuleran sementara semacam ini dapat menciptakan kekayaan yang langgeng dengan memungkinkan Anda membeli perusahaan hebat dengan harga bagus.

⁸Louis KC Chan, Jason Karceski, dan Josef Lakonishok, "The Level and Persistence of Growth Rates," National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8282, Mei, 2001, tersedia di www.nber.org/papers/w8282.

⁹Hampir tepat 20 tahun sebelumnya, pada Oktober 1982, saham Johnson & Johnson kehilangan 17,5% nilainya dalam seminggu ketika beberapa orang meninggal setelah menelan Tylenol yang telah dicampur dengan sianida oleh orang luar yang tidak dikenal. Johnson & Johnson merespons dengan memelopori penggunaan

kemasan anti-rusak, dan saham tersebut kemudian menjadi salah satu investasi besar tahun 1980-an.

POTENSI TINGGI UNTUK HYPE POTENTIAL

Investor bukan satu-satunya orang yang menjadi mangsa khayalan bahwa hiper-pertumbuhan bisa berlangsung selamanya. Pada bulan Februari 2000, kepala eksekutif John Roth dari Nortel Networks ditanya seberapa besar perusahaan serat optik raksasanya bisa mendapatkan. "Industri ini tumbuh 14% hingga 15% per tahun," jawab Roth, "dan kami akan tumbuh enam poin lebih cepat dari itu. Untuk perusahaan seukuran kami, itu hal yang cukup memabukkan." Saham Nortel, naik hampir 51% per tahun selama enam tahun sebelumnya, kemudian diperdagangkan 87 kali lipat dari perkiraan Wall Street pada tahun 2000. Apakah harga sahamnya terlalu mahal? "Itu sedang naik ke sana," Roth mengangkat bahu, "tetapi masih ada banyak ruang untuk menumbuhkan penilaian kami saat kami mengeksekusi strategi nirkabel." (Lagi pula, tambahnya, Cisco Systems diperdagangkan 121 kali lipat dari pendapatan yang diproyeksikan!)"¹

Adapun Cisco, pada November 2000, kepala eksekutifnya, John Chambers, bersikeras bahwa perusahaannya dapat terus tumbuh setidaknya 50% per tahun. "Logika," katanya, "akan menunjukkan bahwa ini adalah pemisahan." Saham Cisco telah turun jauh—saat itu diperdagangkan hanya 98 kali lipat dari pendapatannya dibandingkan tahun sebelumnya—dan Chambers mendesak investor untuk membeli. "Jadi siapa yang akan kau pertaruhkan?" Dia bertanya. "Sekarang mungkin kesempatan."²

Sebaliknya, perusahaan-perusahaan yang sedang berkembang ini menyusut—dan harga saham mereka yang terlalu mahal menyusut. Pendapatan Nortel turun 37% pada tahun 2001, dan perusahaan kehilangan lebih dari \$26 miliar tahun itu. Pendapatan Cisco memang naik 18% pada tahun 2001, tetapi perusahaan berakhir dengan kerugian bersih lebih dari \$1 miliar. Saham Nortel, di \$113,50 ketika Roth berbicara, selesai 2002 pada \$1,65. Saham Cisco, pada \$52 ketika Chambers menyebut perusahaannya "memisahkan diri", runtuh menjadi \$13.

Kedua perusahaan sejak itu menjadi lebih berhati-hati dalam meramalkan masa depan.

¹Lisa Gibbs, "Optic Uptick," Money, April, 2000, hlm. 54–55.

²Brooke Southall, "Strategi Permainan Akhir Cisco," InvestmentNews, November

30, 2000, hlm. 1, 23.

APAKAH ANDA HARUS MEMASUKKAN SEMUA REGGSIN ANDA DI EB AS K ET?

“Masukkan semua telur Anda ke dalam satu keranjang dan perhatikan keranjang itu,” kata Andrew Carnegie seabad yang lalu. “Jangan menyebarkan tembakannya.

... Keberhasilan besar dalam hidup dibuat oleh konsentrasi.” Seperti yang ditunjukkan Graham, “keuntungan yang sangat besar dari saham biasa” telah dibuat oleh orang-orang yang mengemas semua uang mereka ke dalam satu investasi yang sangat mereka kenal.

Hampir semua orang terkaya di Amerika menelusuri kekayaan mereka ke investasi terkonsentrasi dalam satu industri atau bahkan satu perusahaan (pikirkan Bill Gates dan Microsoft, Sam Walton dan Wal-Mart, atau Rockefeller dan Standard Oil). Daftar Forbes 400 orang Amerika terkaya, misalnya, telah didominasi oleh kekayaan yang tidak terdiversifikasi sejak pertama kali disusun pada tahun 1982.

Namun, hampir tidak ada kekayaan kecil yang dibuat dengan cara ini—dan tidak banyak kekayaan besar yang disimpan dengan cara ini. Apa yang Carnegie abaikan untuk disebutkan adalah bahwa konsentrasi juga membuat sebagian besar kegagalan besar dalam hidup. Lihat lagi “Daftar Kaya” Forbes. Kembali pada tahun 1982, kekayaan bersih rata-rata anggota Forbes 400 adalah \$ 230 juta. Untuk masuk ke Forbes 400 2002, rata-rata anggota tahun 1982 hanya perlu memperoleh pengembalian tahunan rata-rata 4,5% atas kekayaannya—selama periode ketika bahkan rekening bank menghasilkan jauh lebih banyak dari itu dan pasar saham memperoleh rata-rata tahunan 13,2% .

Jadi berapa banyak kekayaan Forbes 400 dari tahun 1982 yang tetap ada dalam daftar 20 tahun kemudian? Hanya 64 anggota asli—sangat sedikit 16%—masih ada dalam daftar pada tahun 2002. Dengan menyimpan semua telur mereka di satu keranjang yang telah memasukkan mereka ke dalam daftar di tempat pertama—industri yang pernah booming seperti minyak dan gas, atau perangkat keras komputer, atau manufaktur dasar—semuanya anggota asli lainnya jatuh. Ketika masa-masa sulit melanda, tidak satu pun dari orang-orang ini—terlepas dari semua keuntungan besar yang dapat dihasilkan oleh kekayaan besar—yang dipersiapkan dengan baik. Mereka hanya bisa berdiri dan meringis pada krisis yang memuakkan ketika ekonomi yang terus berubah menghancurkan satu-satunya keranjang dan semua telur mereka.¹⁰

¹⁰Untuk pengamatan bahwa sangat sulit untuk tetap berada di Forbes 400, saya berhutang budi kepada manajer investasi Kenneth Fisher (dirinya seorang Forbes kolumnis).

THE BAR GAIN BIN

Anda mungkin berpikir bahwa di dunia jaringan tanpa akhir kita, akan sangat mudah untuk membuat dan membeli daftar saham yang memenuhi kriteria Graham untuk tawar-menawar (hal. 169). Meskipun Internet adalah bantuan, Anda masih harus melakukan banyak pekerjaan dengan tangan.

Dapatkan salinan Wall Street Journal hari ini, buka bagian “Uang & Investasi”, dan lihat kartu Skor NYSE dan NASDAQ untuk menemukan daftar saham hari ini yang telah mencapai posisi terendah baru selama setahun terakhir—dengan cepat dan cara mudah untuk mencari perusahaan yang mungkin lulus tes modal kerja jaringan Graham. (Online, coba <http://kutipan.morningstar.com/highlow.html?msection=HighLow>.)

Untuk melihat apakah suatu saham dijual kurang dari nilai modal kerja bersih (yang oleh pengikut Graham disebut “jaring bersih”), unduh atau minta laporan triwulanan atau tahunan terbaru dari situs web perusahaan atau dari database EDGAR di www.sec.gov. Dari aset lancar perusahaan, kurangi total kewajibannya, termasuk saham preferen dan utang jangka panjang. (Atau lihat salinan Survei Investasi Garis Nilai dari perpustakaan umum setempat Anda, hematlah biaya berlangganan tahunan Anda. Setiap terbitan memuat daftar “Saham Bargain Basement” yang mendekati definisi Graham.) Sebagian besar saham akhir-akhir ini telah di daerah-daerah yang dibom seperti teknologi tinggi dan telekomunikasi.

Pada tanggal 31 Oktober 2002, misalnya, Comverse Technology telah \$2,4 miliar aset lancar dan total kewajiban \$1,0 miliar, memberikannya

\$1,4 miliar dalam modal kerja bersih. Dengan kurang dari 190 juta lembar saham, dan harga saham di bawah \$8 per saham, Comverse memiliki total kapitalisasi pasar di bawah \$1,4 miliar. Dengan harga saham yang tidak lebih dari nilai uang tunai dan persediaan Comverse, bisnis perusahaan yang sedang berlangsung pada dasarnya tidak dijual dengan harga apa pun. Seperti yang diketahui Graham, Anda masih bisa kehilangan uang pada saham seperti Comverse— itulah sebabnya Anda harus membelinya hanya jika Anda dapat menemukan beberapa lusin sekaligus dan menahannya dengan sabar. Tetapi pada kesempatan yang sangat langka ketika Mr. Market menghasilkan banyak penawaran yang sebenarnya, Anda pasti akan menghasilkan uang.

APAKAH KAMU RF ATAU EIGNP OLI CY?

Berinvestasi di saham asing mungkin tidak wajib bagi investor yang cerdas, tetapi sangat disarankan. Mengapa? Mari kita coba sedikit berpikir

percobaan. Ini akhir tahun 1989, dan Anda orang Jepang. Berikut fakta-faktanya:

- Selama 10 tahun terakhir, pasar saham Anda telah memperoleh rata-rata tahunan sebesar 21,2%, jauh di depan kenaikan tahunan 17,5% di Amerika Serikat.
- Perusahaan Jepang membeli segala sesuatu di Amerika Serikat mulai dari lapangan golf Pebble Beach hingga Rockefeller Center; sementara itu, perusahaan-perusahaan Amerika seperti Drexel Burnham Lambert, Financial Corp. of America, dan Texaco akan bangkrut.
- Industri teknologi tinggi AS sedang sekarat. Jepang sedang booming.

Pada tahun 1989, di negeri matahari terbit, Anda hanya dapat menyimpulkan bahwa berinvestasi di luar Jepang adalah ide paling bodoh sejak mesin penjual sushi. Secara alami, Anda menaruh semua uang Anda di saham Jepang.

Hasil? Selama dekade berikutnya, Anda kehilangan sekitar dua pertiga dari uang Anda.

Pelajaran? Bukannya Anda tidak boleh berinvestasi di pasar luar negeri seperti Jepang; itu bahwa orang Jepang seharusnya tidak pernah menyimpan semua uang mereka di rumah. Dan Anda juga tidak. Jika Anda tinggal di Amerika Serikat, bekerja di Amerika Serikat, dan dibayar dalam dolar AS, Anda sudah membuat taruhan berlapis pada ekonomi AS. Untuk berhati-hati, Anda harus meletakkan beberapa portofolio investasi Anda di tempat lain—hanya karena tidak seorang pun, di mana pun, yang dapat mengetahui apa yang akan terjadi di masa depan di dalam atau di luar negeri. Menempatkan hingga sepertiga dari uang saham Anda di reksa dana yang memegang saham asing (termasuk yang ada di pasar negara berkembang) membantu memastikan terhadap risiko bahwa halaman belakang kita sendiri mungkin tidak selalu menjadi tempat terbaik di dunia untuk berinvestasi.

Fluktuasi Investor dan Pasar

To sejauh dana investor ditempatkan pada obligasi bermutu tinggi dengan jatuh tempo yang relatif pendek—katakanlah, tujuh tahun atau kurang—ia tidak akan terpengaruh secara signifikan oleh perubahan harga pasar dan tidak perlu memperhitungkannya. (Hal ini berlaku juga untuk kepemilikan obligasi tabungan AS, yang selalu dapat dia serahkan pada harga biayanya atau lebih.) Obligasi jangka panjangnya mungkin memiliki perubahan harga yang relatif lebar selama masa hidupnya, dan portofolio saham biasa hampir pasti berfluktuasi nilainya selama beberapa tahun.

Investor harus tahu tentang kemungkinan ini dan harus siap untuk mereka baik secara finansial maupun psikologis. Dia ingin mendapatkan keuntungan dari perubahan tingkat pasar—tentu saja melalui kenaikan nilai kepemilikan sahamnya seiring berjalannya waktu, dan mungkin juga dengan melakukan pembelian dan penjualan dengan harga yang menguntungkan. Kepentingan ini di pihaknya tidak bisa dihindari, dan cukup sah. Tapi itu melibatkan bahaya yang sangat nyata yang akan membawanya ke dalam sikap dan kegiatan spekulatif. Mudah bagi kami untuk memberitahu Anda untuk tidak berspekulasi; hal yang sulit bagi Anda untuk mengikuti saran ini. Mari kita ulangi apa yang kita katakan di awal: Jika Anda ingin berspekulasi melakukannya dengan mata terbuka, mengetahui bahwa Anda mungkin akan kehilangan uang pada akhirnya; pastikan untuk membatasi jumlah yang berisiko dan memisahkannya sepenuhnya dari program investasi Anda.

Pertama-tama kita akan membahas subjek yang lebih penting dari perubahan harga saham biasa, dan kemudian beralih ke bidang obligasi. Dalam Bab 3 kami menyediakan survei historis tentang tindakan pasar saham selama seratus tahun terakhir. Pada bagian ini kita akan kembali ke materi itu dari waktu ke waktu, untuk melihat apa yang dijanjikan oleh catatan masa lalu kepada investor—baik dalam bentuk apresiasi jangka panjang dari portofolio yang relatif tidak berubah melalui

kenaikan dan penurunan berturut-turut, atau dalam kemungkinan membeli di dekat posisi terendah pasar bearish dan menjual tidak terlalu jauh di bawah tertinggi pasar bull.

Fluktuasi Pasar sebagai Panduan Keputusan Investasi

Karena saham biasa, bahkan dengan peringkat investasi, tunduk pada fluktuasi harga yang berulang dan luas, investor yang cerdas harus tertarik pada kemungkinan mengambil untung dari ayunan pendulum ini. Ada dua cara yang mungkin dia lakukan untuk melakukan ini: cara waktu dan cara penetapan harga. Yang kami maksud dengan waktu adalah upaya untuk mengantisipasi tindakan pasar saham—membeli atau menahan saat arah masa depan dianggap naik, menjual atau menahan diri dari membeli saat arah turun. Yang kami maksud dengan penetapan harga adalah upaya untuk membeli saham saat harga ditawarkan di bawah nilai wajarnya dan menjualnya saat harga naik di atas nilai tersebut. Bentuk penetapan harga yang kurang ambisius adalah upaya sederhana untuk memastikan bahwa ketika Anda membeli, Anda tidak membayar terlalu banyak untuk saham Anda. Ini mungkin cukup untuk investor defensif, yang penekanannya pada long-pull holding; tetapi karena itu hal itu mewakili perhatian minimum yang esensial terhadap tingkat pasar.¹

Kami yakin bahwa investor yang cerdas dapat memperoleh hasil yang memuaskan dari penetapan harga kedua jenis tersebut. Kami sama-sama yakin bahwa jika dia menekankan pada waktu, dalam arti meramalkan, dia akan berakhir sebagai spekulan dan dengan hasil keuangan spekulan. Perbedaan ini mungkin tampak agak renggang bagi orang awam, dan tidak diterima secara umum di Wall Street. Sebagai masalah praktik bisnis, atau mungkin keyakinan menyeluruh, pialang saham dan layanan investasi tampaknya terikat pada prinsip bahwa baik investor maupun spekulan saham biasa harus mencurahkan perhatian yang cermat terhadap ramalan pasar.

Semakin jauh seseorang dari Wall Street, semakin banyak skeptisisme yang akan ditemukan, kami percaya, mengenai pretensi peramalan atau penentuan waktu pasar saham. Investor hampir tidak dapat menganggap serius prediksi yang tak terhitung banyaknya yang muncul hampir setiap hari dan merupakan permintaannya. Namun dalam banyak kasus ia memperhatikan mereka dan bahkan bertindak atas mereka. Mengapa? Karena dia telah diyakinkan bahwa

penting baginya untuk membentuk beberapa pendapat tentang arah masa depan saham

pasar, dan karena dia merasa bahwa pialang atau perkiraan layanan setidaknya lebih dapat diandalkan daripada miliknya sendiri.*

Kami kekurangan ruang di sini untuk membahas secara rinci pro dan kontra dari peramalan pasar. Banyak kekuatan otak masuk ke bidang ini, dan tidak diragukan lagi beberapa orang dapat menghasilkan uang dengan menjadi analis pasar saham yang baik. Tetapi tidak masuk akal untuk berpikir bahwa masyarakat umum dapat menghasilkan uang dari perkiraan pasar. Untuk siapa yang akan membeli ketika masyarakat umum, pada sinyal tertentu, bergegas untuk menjual dengan untung? Jika Anda, pembaca, berharap untuk menjadi kaya selama bertahun-tahun dengan mengikuti beberapa sistem atau kepemimpinan dalam peramalan pasar, Anda pasti berharap untuk mencoba melakukan apa yang banyak orang lain tuju, dan untuk dapat melakukannya lebih baik daripada banyak pesaing Anda di pasar. Tidak ada dasar baik dalam logika atau pengalaman untuk mengasumsikan bahwa investor biasa atau rata-rata dapat mengantisipasi pergerakan pasar lebih berhasil daripada masyarakat umum,

Ada satu aspek dari filosofi "waktu" yang tampaknya luput dari perhatian semua orang. Pengaturan waktu sangat penting secara psikologis bagi spekulan karena dia ingin mendapat untung dalam

* Pada akhir 1990-an, perkiraan "ahli strategi pasar" menjadi lebih berpengaruh daripada sebelumnya. Sayangnya, mereka tidak menjadi lebih akurat. Pada tanggal 10 Maret 2000, hari ketika indeks komposit NASDAQ mencapai level tertinggi sepanjang masa di 5048,62, kepala analis teknis Prudential Securities Ralph Acampora mengatakan di USA Today bahwa ia memperkirakan NASDAQ akan mencapai 6000 dalam 12 hingga 18 bulan. Lima minggu kemudian, NASDAQ sudah layu menjadi

3321,29—tetapi Thomas Galvin, ahli strategi pasar di Donaldson, Lufkin & Jenrette, menyatakan bahwa "hanya ada 200 atau 300 poin penurunan untuk NASDAQ dan 2000 pada sisi atas." Ternyata tidak ada poin di sisi atas dan lebih dari 2000 di sisi negatifnya, karena NASDAQ terus jatuh hingga akhirnya tergores terbawah pada 9 Oktober 2002, di 1114,11. Pada bulan Maret 2001, Abby Joseph Cohen, kepala strategi investasi di Goldman, Sachs & Co., meramalkan bahwa indeks 500 saham Standard & Poor akan menutup tahun ini pada 1.650 dan Dow Jones Industrial Average akan berakhir pada 2001 pada 13.000. "Kami tidak mengharapkan resesi," kata Cohen, "dan percaya bahwa keuntungan perusahaan kemungkinan akan tumbuh mendekati tren tingkat pertumbuhan akhir tahun ini." Ekonomi AS tenggelam ke dalam resesi bahkan saat dia berbicara, dan S&

cepat. Gagasan untuk menunggu setahun sebelum sahamnya naik sangat menjijikkan baginya. Tapi masa tunggu, dengan demikian, tidak ada konsekuensinya bagi investor. Apa keuntungannya jika uangnya tidak diinvestasikan sampai dia menerima beberapa (mungkin) sinyal yang dapat dipercaya bahwa waktunya telah tiba untuk membeli? Dia menikmati keuntungan hanya jika dengan menunggu dia berhasil membeli kemudian dengan harga yang cukup rendah untuk mengimbangi hilangnya pendapatan dividennya. Artinya, waktu tidak memiliki nilai nyata bagi investor kecuali jika bertepatan dengan penetapan harga—yaitu, kecuali jika memungkinkan dia untuk membeli kembali sahamnya secara substansial di bawah harga jual sebelumnya.

Dalam hal ini, teori Dow yang terkenal untuk waktu pembelian dan penjualan memiliki sejarah yang tidak biasa.* Secara singkat, teknik ini mengambil sinyal untuk membeli dari jenis "terobosan" khusus dari rata-rata saham di sisi atas, dan sinyal penjualannya dari terobosan serupa di sisi bawah. Hasil perhitungan—belum tentu aktual—menggunakan metode ini menunjukkan serangkaian keuntungan yang hampir tak terputus dalam operasi dari tahun 1897 hingga awal 1960-an. Atas dasar presentasi ini, nilai praktis teori Dow akan tampak mapan; keraguan, jika ada, akan berlaku pada ketergantungan "catatan" yang diterbitkan ini sebagai gambaran tentang apa yang sebenarnya akan dilakukan oleh ahli teori Dow di pasar.

Sebuah studi lebih dekat dari angka menunjukkan bahwa kualitas hasil yang ditunjukkan oleh teori Dow berubah secara radikal setelah 1938—beberapa tahun setelah teori itu mulai dianggap serius di Wall Street. Pencapaian spektakulernya adalah dalam memberikan sinyal jual, pada 306, sekitar sebulan sebelum kehancuran 1929 dan dalam menjaga pengikutnya keluar dari pasar bearish sampai keadaan membaik dengan sendirinya, pada 84, pada 1933. Namun sejak 1938 dan seterusnya, teori Dow beroperasi terutama dengan mengeluarkan para praktisinya dengan harga yang cukup bagus tetapi kemudian menempatkan mereka kembali dengan harga yang lebih tinggi. Selama hampir 30 tahun setelahnya, seseorang akan melakukan jauh lebih baik hanya dengan membeli dan memegang DJIA.²

Dalam pandangan kami, berdasarkan banyak studi tentang masalah ini, perubahan hasil teori Dow bukanlah suatu kebetulan. Ini menunjukkan karakteristik yang melekat pada peramalan dan

formula perdagangan di bidang bisnis dan keuangan. Formula-formula yang mendapatkan pengikut dan

* Lihat hal. 3.

penting melakukannya karena mereka telah bekerja dengan baik selama suatu periode, atau kadang-kadang hanya karena mereka telah secara masuk akal disesuaikan dengan catatan statistik masa lalu. Tetapi ketika penerimaan mereka meningkat, keandalan mereka cenderung berkurang. Ini terjadi karena dua alasan: Pertama, perjalanan waktu membawa kondisi baru yang tidak lagi cocok dengan formula lama. Kedua, dalam urusan pasar saham, popularitas teori perdagangan itu sendiri memiliki pengaruh pada perilaku pasar yang dalam jangka panjang mengurangi kemungkinan menghasilkan keuntungan. (Popularitas sesuatu seperti teori Dow mungkin tampak menciptakan pembenarannya sendiri, karena hal itu akan membuat pasar maju atau mundur karena tindakan para pengikutnya ketika sinyal beli atau jual diberikan, jenis, tentu saja, jauh lebih berbahaya daripada keuntungan bagi pedagang umum.)

Pendekatan Beli-Rendah-Jual-Tinggi

Kami yakin bahwa rata-rata investor tidak dapat berhasil mengatasi pergerakan harga dengan berusaha memperkirakannya. Bisakah dia mendapatkan keuntungan darinya setelah terjadi—yaitu, dengan membeli setelah setiap penurunan besar dan menjual setelah setiap kenaikan besar? Fluktuasi pasar selama periode bertahun-tahun sebelum

1950 memberikan dorongan yang cukup besar untuk gagasan itu. Faktanya, definisi klasik dari "investor yang cerdas" adalah "orang yang membeli di pasar beruang ketika semua orang menjual, dan terjual habis di pasar bull ketika semua orang membeli." Jika kita memeriksa Bagan I kami, yang mencakup fluktuasi indeks komposit Standard & Poor's antara tahun 1900 dan 1970, dan angka-angka pendukung pada Tabel 3-1 (hal.

66), kita dapat dengan mudah melihat mengapa sudut pandang ini tampak valid sampai beberapa tahun terakhir.

Antara tahun 1897 dan 1949 ada sepuluh siklus pasar yang lengkap, mulai dari bear-market low ke bull-market high dan kembali ke bear-market low. Enam di antaranya memakan waktu tidak lebih dari empat tahun, empat berlangsung selama enam atau tujuh tahun, dan satu—siklus "era baru" yang terkenal dari

1921–1932—berlangsung selama sebelas tahun. Persentase kenaikan dari terendah ke tertinggi berkisar dari 44% hingga 500%, dengan sebagian besar antara sekitar 50% dan 100%. Persentase penurunan

berikutnya berkisar antara 24% hingga 89%, dengan sebagian besar ditemukan antara 40% dan 50%. (Harus diingat bahwa penurunan 50% sepenuhnya mengimbangi kenaikan sebelumnya sebesar 100%.)

Hampir semua pasar bull memiliki sejumlah karakteristik yang sama, seperti (1) tingkat harga historis yang tinggi, (2) rasio harga/pendapatan yang tinggi, (3) hasil dividen yang rendah dibandingkan dengan hasil obligasi, (4) banyak spekulasi tentang margin, dan (5) banyak penawaran masalah saham biasa baru dengan kualitas buruk. Jadi bagi pelajar sejarah pasar saham, tampak bahwa investor yang cerdas seharusnya mampu mengidentifikasi pasar beruang dan pasar bull yang berulang, untuk membeli di pasar yang pertama dan menjual di pasar yang terakhir, dan melakukannya untuk sebagian besar di interval waktu yang cukup singkat. Berbagai metode dikembangkan untuk menentukan tingkat pembelian dan penjualan di pasar umum, berdasarkan faktor nilai atau persentase pergerakan harga atau keduanya.

Tetapi kita harus menunjukkan bahwa bahkan sebelum pasar bull yang belum pernah terjadi sebelumnya yang dimulai pada tahun 1949, ada variasi yang cukup dalam siklus pasar berturut-turut untuk memperumit dan terkadang menggagalkan proses yang diinginkan untuk membeli rendah dan menjual tinggi. Yang paling menonjol dari keberangkatan ini, tentu saja, adalah pasar banteng yang hebat akhir-akhir ini

1920-an, yang membuat semua perhitungan menjadi tidak tepat.* Bahkan pada tahun 1949, sama sekali tidak ada kepastian bahwa investor dapat mendasarkan kebijakan dan prosedur keuangannya terutama pada upaya untuk membeli pada tingkat rendah di pasar beruang dan menjual keluar pada tingkat tinggi di pasar bull.

Ternyata, dalam sekuennya, yang terjadi justru sebaliknya. Itu

* Tanpa pasar beruang untuk menurunkan harga saham, siapa pun yang menunggu untuk "beli rendah" akan merasa benar-benar tertinggal—dan, terlalu sering, akan berakhir dengan mengabaikan kehati-hatian sebelumnya dan melompat dengan kedua kaki. Itulah mengapa pesan Graham tentang pentingnya disiplin emosional sangat penting. Dari Oktober 1990 hingga Januari 2000, Dow Jones Industrial Average bergerak naik tanpa henti, tidak pernah kehilangan lebih dari

20% dan menderita kerugian 10% atau lebih hanya tiga kali. Total keuntungan (tidak termasuk dividen): 395,7%. Menurut Crandall, Pierce & Co., ini adalah pasar bull tanpa gangguan terpanjang kedua di abad yang lalu; hanya boom 1949–1961 yang bertahan lebih lama. Semakin lama pasar bull berlangsung, semakin parah investor akan menderita amnesia; setelah lima tahun atau lebih, banyak orang tidak lagi percaya bahwa pasar beruang bahkan mungkin. Semua orang

yang lupa ditakdirkan untuk diingatkan; dan, di pasar saham, ingatan yang dipulihkan selalu tidak menyenangkan.

perilaku pasar dalam 20 tahun terakhir tidak mengikuti pola sebelumnya, atau mematuhi apa yang dulu merupakan sinyal bahaya yang sudah mapan, juga tidak mengizinkan eksploitasi yang berhasil dengan menerapkan aturan lama untuk membeli rendah dan menjual tinggi. Apakah pola pasar bull-and-bear yang lama dan cukup teratur pada akhirnya akan kembali, kita tidak tahu. Tetapi bagi kami tampaknya tidak realistis bagi investor untuk berusaha mendasarkan kebijakannya saat ini pada formula klasik—yaitu, menunggu tingkat pasar beruang yang dapat dibuktikan sebelum membeli saham biasa. Namun, kebijakan yang kami rekomendasikan telah membuat ketentuan untuk perubahan proporsi saham biasa terhadap obligasi dalam portofolio, jika investor memilih untuk melakukannya, sesuai dengan tingkat harga saham yang tampak kurang atau lebih menarik menurut standar nilai.*

Rencana Formula

Pada tahun-tahun awal kebangkitan pasar saham yang dimulai pada tahun 1949–50, minat yang cukup besar tertarik pada berbagai metode untuk memanfaatkan siklus pasar saham. Ini telah dikenal sebagai "rencana investasi formula." Inti dari semua rencana semacam itu—kecuali kasus sederhana dari rata-rata dolar—adalah bahwa investor secara otomatis melakukan penjualan saham biasa ketika pasar maju secara substansial. Dalam banyak dari mereka, kenaikan yang sangat besar di tingkat pasar akan menghasilkan penjualan semua kepemilikan saham biasa; lain yang disediakan untuk retensi sebagian kecil dari ekuitas dalam semua keadaan.

Pendekatan ini memiliki daya tarik ganda kedengarannya logis (dan konservatif) dan menunjukkan hasil yang sangat baik bila diterapkan secara retrospektif ke pasar saham selama bertahun-tahun di masa lalu. Sayangnya, modusnya tumbuh paling besar pada saat itu ditakdirkan untuk bekerja paling tidak baik. Banyak dari "perencana formula" menemukan diri mereka sepenuhnya atau hampir keluar dari pasar saham pada tingkat tertentu di pertengahan 1950-an. Benar, mereka telah menyadari keuntungan yang sangat baik, tetapi dalam arti luas pasar "lari" dari mereka setelahnya, dan

* Graham membahas “kebijakan yang direkomendasikan” ini di Bab 4 (hlm. 89–91). Kebijakan ini, yang sekarang disebut “alokasi aset taktis”, banyak diikuti oleh investor institusional seperti dana pensiun dan dana abadi universitas.



Komentar tentang Bab 7 187

percobaan. Ini akhir tahun 1989, dan Anda orang Jepang. Berikut fakta-faktanya:

- Selama 10 tahun terakhir, pasar saham Anda telah memperoleh rata-rata tahunan sebesar 21,2%, jauh di depan kenaikan tahunan 17,5% di Amerika Serikat.
- Perusahaan Jepang membeli segala sesuatu di Amerika Serikat mulai dari lapangan golf Pebble Beach hingga Rockefeller Center; sementara itu, perusahaan-perusahaan Amerika seperti Drexel Burnham Lambert, Financial Corp. of America, dan Texaco akan bangkrut.
- Industri teknologi tinggi AS sedang sekarat. Jepang sedang booming.

Pada tahun 1989, di negeri matahari terbit, Anda hanya dapat menyimpulkan bahwa berinvestasi di luar Jepang adalah ide paling bodoh sejak mesin penjual sushi. Secara alami, Anda menaruh semua uang Anda di saham Jepang.

Hasil? Selama dekade berikutnya, Anda kehilangan sekitar dua pertiga dari uang Anda.

Pelajaran? Bukannya Anda tidak boleh berinvestasi di pasar luar negeri seperti Jepang; itu bahwa orang Jepang seharusnya tidak pernah menyimpan semua uang mereka di rumah. Dan Anda juga tidak. Jika Anda tinggal di Amerika Serikat, bekerja di Amerika Serikat, dan dibayar dalam dolar AS, Anda sudah membuat taruhan berlapis pada ekonomi AS. Untuk berhati-hati, Anda harus meletakkan beberapa portofolio investasi Anda di tempat lain—hanya karena tidak seorang pun, di mana pun, yang dapat mengetahui apa yang akan terjadi di masa depan di dalam atau di luar negeri. Menempatkan hingga sepertiga dari uang saham Anda di reksa dana yang memegang saham asing (termasuk yang ada di pasar negara berkembang) membantu memastikan terhadap risiko bahwa halaman belakang kita sendiri mungkin tidak selalu menjadi tempat terbaik di dunia untuk berinvestasi.

Fluktuasi Investor dan Pasar

To sejauh dana investor ditempatkan dalam obligasi bermutu tinggi dengan jatuh tempo yang relatif pendek—katakanlah, tujuh tahun atau kurang—ia tidak akan terpengaruh secara signifikan oleh perubahan harga pasar dan tidak perlu memperhitungkannya. (Hal ini berlaku juga untuk kepemilikan obligasi tabungan AS, yang selalu dapat dia serahkan pada harga biayanya atau lebih.) Obligasi jangka panjangnya mungkin memiliki perubahan harga yang relatif lebar selama masa hidupnya, dan portofolio saham biasa hampir pasti berfluktuasi nilainya selama beberapa tahun.

Investor harus tahu tentang kemungkinan ini dan harus siap untuk mereka baik secara finansial maupun psikologis. Dia ingin mendapatkan keuntungan dari perubahan tingkat pasar—tentu saja melalui kenaikan nilai kepemilikan sahamnya seiring berjalannya waktu, dan mungkin juga dengan melakukan pembelian dan penjualan dengan harga yang menguntungkan. Kepentingan ini di pihaknya tidak bisa dihindari, dan cukup sah. Tapi itu melibatkan bahaya yang sangat nyata yang akan membawanya ke dalam sikap dan kegiatan spekulatif. Mudah bagi kami untuk memberitahu Anda untuk tidak berspekulasi; hal yang sulit bagi Anda untuk mengikuti saran ini. Mari kita ulangi apa yang kita katakan di awal: Jika Anda ingin berspekulasi melakukannya dengan mata terbuka, mengetahui bahwa Anda mungkin akan kehilangan uang pada akhirnya; pastikan untuk membatasi jumlah yang berisiko dan memisahkannya sepenuhnya dari program investasi Anda.

Pertama-tama kita akan membahas subjek yang lebih penting dari perubahan harga saham biasa, dan kemudian beralih ke bidang obligasi. Dalam Bab 3 kami menyediakan survei historis tentang tindakan pasar saham selama seratus tahun terakhir. Pada bagian ini kita akan kembali ke materi itu dari waktu ke waktu, untuk melihat apa yang dijanjikan oleh catatan masa lalu kepada investor—baik dalam bentuk apresiasi jangka panjang dari portofolio yang relatif tidak berubah melalui

kenaikan dan penurunan berturut-turut, atau dalam kemungkinan membeli di dekat posisi terendah pasar bearish dan menjual tidak terlalu jauh di bawah tertinggi pasar bull.

Fluktuasi Pasar sebagai Panduan Keputusan Investasi

Karena saham biasa, bahkan dengan peringkat investasi, tunduk pada fluktuasi harga yang berulang dan luas, investor yang cerdas harus tertarik pada kemungkinan mengambil untung dari ayunan pendulum ini. Ada dua cara yang mungkin dia lakukan untuk melakukan ini: cara waktu dan cara penetapan harga. Yang kami maksud dengan waktu adalah upaya untuk mengantisipasi tindakan pasar saham—membeli atau menahan saat arah masa depan dianggap naik, menjual atau menahan diri dari membeli saat arah turun. Yang kami maksud dengan penetapan harga adalah upaya untuk membeli saham saat harga ditawarkan di bawah nilai wajarnya dan menjualnya saat harga naik di atas nilai tersebut. Bentuk penetapan harga yang kurang ambisius adalah upaya sederhana untuk memastikan bahwa ketika Anda membeli, Anda tidak membayar terlalu banyak untuk saham Anda. Ini mungkin cukup untuk investor defensif, yang penekanannya pada long-pull holding; tetapi karena itu hal itu mewakili perhatian minimum yang esensial terhadap tingkat pasar.¹

Kami yakin bahwa investor yang cerdas dapat memperoleh hasil yang memuaskan dari penetapan harga kedua jenis tersebut. Kami sama-sama yakin bahwa jika dia menekankan pada waktu, dalam arti meramalkan, dia akan berakhir sebagai spekulan dan dengan hasil keuangan spekulan. Perbedaan ini mungkin tampak agak renggang bagi orang awam, dan tidak diterima secara umum di Wall Street. Sebagai masalah praktik bisnis, atau mungkin keyakinan menyeluruh, pialang saham dan layanan investasi tampaknya terikat pada prinsip bahwa baik investor maupun spekulan saham biasa harus mencurahkan perhatian yang cermat terhadap perkiraan pasar.

Semakin jauh seseorang dari Wall Street, semakin banyak skeptisisme yang akan ditemukan, kami percaya, mengenai pretensi peramalan atau penentuan waktu pasar saham. Investor hampir tidak dapat menganggap serius prediksi yang tak terhitung banyaknya yang muncul hampir setiap hari dan merupakan permintaannya. Namun dalam banyak kasus ia memperhatikan mereka dan bahkan bertindak atas mereka. Mengapa? Karena dia telah diyakinkan bahwa

penting baginya untuk membentuk beberapa pendapat tentang arah masa depan saham

pasar, dan karena dia merasa bahwa pialang atau perkiraan layanan setidaknya lebih dapat diandalkan daripada miliknya sendiri.*

Kami kekurangan ruang di sini untuk membahas secara rinci pro dan kontra dari peramalan pasar. Banyak kekuatan otak masuk ke bidang ini, dan tidak diragukan lagi beberapa orang dapat menghasilkan uang dengan menjadi analis pasar saham yang baik. Tetapi tidak masuk akal untuk berpikir bahwa masyarakat umum dapat menghasilkan uang dari perkiraan pasar. Untuk siapa yang akan membeli ketika masyarakat umum, pada sinyal tertentu, bergegas untuk menjual dengan untung? Jika Anda, pembaca, berharap untuk menjadi kaya selama bertahun-tahun dengan mengikuti beberapa sistem atau kepemimpinan dalam peramalan pasar, Anda pasti berharap untuk mencoba melakukan apa yang banyak orang lain tuju, dan untuk dapat melakukannya lebih baik daripada banyak pesaing Anda di pasar. Tidak ada dasar baik dalam logika atau pengalaman untuk mengasumsikan bahwa investor biasa atau rata-rata dapat mengantisipasi pergerakan pasar lebih berhasil daripada masyarakat umum,

Ada satu aspek dari filosofi "waktu" yang tampaknya luput dari perhatian semua orang. Pengaturan waktu sangat penting secara psikologis bagi spekulan karena dia ingin mendapat untung dalam

* Pada akhir 1990-an, perkiraan "ahli strategi pasar" menjadi lebih berpengaruh daripada sebelumnya. Sayangnya, mereka tidak menjadi lebih akurat. Pada tanggal 10 Maret 2000, hari ketika indeks komposit NASDAQ mencapai level tertinggi sepanjang masa di 5048,62, kepala analis teknis Prudential Securities Ralph Acampora mengatakan di USA Today bahwa ia memperkirakan NASDAQ akan mencapai 6000 dalam 12 hingga 18 bulan. Lima minggu kemudian, NASDAQ sudah layu menjadi

3321,29—tetapi Thomas Galvin, ahli strategi pasar di Donaldson, Lufkin & Jenrette, menyatakan bahwa "hanya ada 200 atau 300 poin penurunan untuk NASDAQ dan 2000 pada sisi atas." Ternyata tidak ada poin di sisi atas dan lebih dari 2000 di sisi negatifnya, karena NASDAQ terus jatuh sampai akhirnya tergores terbawah pada 9 Oktober 2002, di 1114,11. Pada bulan Maret 2001, Abby Joseph Cohen, kepala strategi investasi di Goldman, Sachs & Co., meramalkan bahwa indeks 500 saham Standard & Poor akan menutup tahun ini pada 1.650 dan Dow Jones Industrial Average akan berakhir pada 2001 pada 13.000. "Kami tidak mengharapkan resesi," kata Cohen, "dan percaya bahwa keuntungan perusahaan kemungkinan akan tumbuh mendekati tren tingkat pertumbuhan akhir tahun ini." Ekonomi AS tenggelam ke dalam resesi bahkan saat dia berbicara, dan S&

cepat. Gagasan untuk menunggu setahun sebelum sahamnya naik sangat menjijikkan baginya. Tapi masa tunggu, dengan demikian, tidak ada konsekuensinya bagi investor. Apa keuntungannya jika uangnya tidak diinvestasikan sampai dia menerima beberapa (mungkin) sinyal yang dapat dipercaya bahwa waktunya telah tiba untuk membeli? Dia menikmati keuntungan hanya jika dengan menunggu dia berhasil membeli kemudian dengan harga yang cukup rendah untuk mengimbangi hilangnya pendapatan dividennya. Artinya, waktu tidak memiliki nilai nyata bagi investor kecuali jika bertepatan dengan penetapan harga—yaitu, kecuali jika memungkinkan dia untuk membeli kembali sahamnya secara substansial di bawah harga jual sebelumnya.

Dalam hal ini, teori Dow yang terkenal untuk waktu pembelian dan penjualan memiliki sejarah yang tidak biasa.* Secara singkat, teknik ini mengambil sinyal untuk membeli dari jenis "terobosan" khusus dari rata-rata saham di sisi atas, dan sinyal penjualannya dari terobosan serupa di sisi bawah. Hasil perhitungan—belum tentu aktual—menggunakan metode ini menunjukkan serangkaian keuntungan yang hampir tak terputus dalam operasi dari tahun 1897 hingga awal 1960-an. Atas dasar presentasi ini, nilai praktis teori Dow akan tampak mapan; keraguan, jika ada, akan berlaku pada ketergantungan "catatan" yang diterbitkan ini sebagai gambaran tentang apa yang sebenarnya akan dilakukan oleh ahli teori Dow di pasar.

Sebuah studi lebih dekat dari angka menunjukkan bahwa kualitas hasil yang ditunjukkan oleh teori Dow berubah secara radikal setelah 1938—beberapa tahun setelah teori itu mulai dianggap serius di Wall Street. Pencapaian spektakulernya adalah dalam memberikan sinyal jual, pada 306, sekitar sebulan sebelum kehancuran 1929 dan dalam menjaga pengikutnya keluar dari pasar bearish sampai keadaan membaik dengan sendirinya, pada 84, pada 1933. Namun sejak 1938 dan seterusnya, teori Dow beroperasi terutama dengan mengeluarkan para praktisinya dengan harga yang cukup bagus tetapi kemudian menempatkan mereka kembali dengan harga yang lebih tinggi. Selama hampir 30 tahun setelahnya, seseorang akan melakukan jauh lebih baik hanya dengan membeli dan memegang DJIA.²

Dalam pandangan kami, berdasarkan banyak studi tentang masalah ini, perubahan hasil teori Dow bukanlah suatu kebetulan. Ini menunjukkan karakteristik yang melekat pada peramalan dan

formula perdagangan di bidang bisnis dan keuangan. Formula-formula yang mendapatkan pengikut dan

* Lihat hal. 3.

penting melakukannya karena mereka telah bekerja dengan baik selama suatu periode, atau kadang-kadang hanya karena mereka telah secara masuk akal disesuaikan dengan catatan statistik masa lalu. Tetapi ketika penerimaan mereka meningkat, keandalan mereka cenderung berkurang. Ini terjadi karena dua alasan: Pertama, perjalanan waktu membawa kondisi baru yang tidak lagi cocok dengan formula lama. Kedua, dalam urusan pasar saham, popularitas teori perdagangan itu sendiri memiliki pengaruh pada perilaku pasar yang dalam jangka panjang mengurangi kemungkinan menghasilkan keuntungan. (Popularitas sesuatu seperti teori Dow mungkin tampak menciptakan pembenarannya sendiri, karena hal itu akan membuat pasar maju atau mundur karena tindakan para pengikutnya ketika sinyal beli atau jual diberikan, jenis, tentu saja, jauh lebih berbahaya daripada keuntungan bagi pedagang umum.)

Pendekatan Beli-Rendah-Jual-Tinggi

Kami yakin bahwa rata-rata investor tidak dapat berhasil mengatasi pergerakan harga dengan berusaha memperkirakannya. Bisakah dia mendapatkan keuntungan darinya setelah terjadi—yaitu, dengan membeli setelah setiap penurunan besar dan menjual setelah setiap kenaikan besar? Fluktuasi pasar selama periode bertahun-tahun sebelum

1950 memberikan dorongan yang cukup besar untuk gagasan itu. Faktanya, definisi klasik dari "investor yang cerdas" adalah "orang yang membeli di pasar beruang ketika semua orang menjual, dan terjual habis di pasar bull ketika semua orang membeli." Jika kita memeriksa Bagan I kami, yang mencakup fluktuasi indeks komposit Standard & Poor's antara tahun 1900 dan 1970, dan angka-angka pendukung pada Tabel 3-1 (hal.

66), kita dapat dengan mudah melihat mengapa sudut pandang ini tampak valid sampai beberapa tahun terakhir.

Antara tahun 1897 dan 1949 ada sepuluh siklus pasar yang lengkap, mulai dari bear-market low ke bull-market high dan kembali ke bear-market low. Enam di antaranya memakan waktu tidak lebih dari empat tahun, empat berlangsung selama enam atau tujuh tahun, dan satu—siklus "era baru" yang terkenal dari

1921–1932—berlangsung selama sebelas tahun. Persentase kenaikan dari terendah ke tertinggi berkisar dari 44% hingga 500%, dengan sebagian besar antara sekitar 50% dan 100%. Persentase penurunan

berikutnya berkisar antara 24% hingga 89%, dengan sebagian besar ditemukan antara 40% dan 50%. (Harus diingat bahwa penurunan 50% sepenuhnya mengimbangi kenaikan sebelumnya sebesar 100%.)

Hampir semua pasar bull memiliki sejumlah karakteristik yang sama, seperti (1) tingkat harga historis yang tinggi, (2) rasio harga/pendapatan yang tinggi, (3) hasil dividen yang rendah dibandingkan dengan hasil obligasi, (4) banyak spekulasi tentang margin, dan (5) banyak penawaran masalah saham biasa baru dengan kualitas buruk. Jadi bagi pelajar sejarah pasar saham, tampak bahwa investor yang cerdas seharusnya mampu mengidentifikasi pasar beruang dan pasar bull yang berulang, untuk membeli di pasar yang pertama dan menjual di pasar yang terakhir, dan melakukannya untuk sebagian besar di interval waktu yang cukup singkat. Berbagai metode dikembangkan untuk menentukan tingkat pembelian dan penjualan di pasar umum, berdasarkan faktor nilai atau persentase pergerakan harga atau keduanya.

Tetapi kita harus menunjukkan bahwa bahkan sebelum pasar bull yang belum pernah terjadi sebelumnya yang dimulai pada tahun 1949, ada variasi yang cukup dalam siklus pasar berturut-turut untuk memperumit dan terkadang menggagalkan proses yang diinginkan untuk membeli rendah dan menjual tinggi. Yang paling menonjol dari keberangkatan ini, tentu saja, adalah pasar banteng yang hebat akhir-akhir ini

1920-an, yang membuat semua perhitungan menjadi tidak tepat.* Bahkan pada tahun 1949, sama sekali tidak ada kepastian bahwa investor dapat mendasarkan kebijakan dan prosedur keuangannya terutama pada upaya untuk membeli pada tingkat rendah di pasar beruang dan menjual keluar pada tingkat tinggi di pasar bull.

Ternyata, dalam sekuennya, yang terjadi justru sebaliknya. Itu

* Tanpa pasar beruang untuk menurunkan harga saham, siapa pun yang menunggu untuk "beli rendah" akan merasa benar-benar tertinggal—dan, terlalu sering, akan berakhir dengan mengabaikan kehati-hatian sebelumnya dan melompat dengan kedua kaki. Itulah mengapa pesan Graham tentang pentingnya disiplin emosional sangat penting. Dari Oktober 1990 hingga Januari 2000, Dow Jones Industrial Average bergerak naik tanpa henti, tidak pernah kehilangan lebih dari

20% dan menderita kerugian 10% atau lebih hanya tiga kali. Total keuntungan (tidak termasuk dividen): 395,7%. Menurut Crandall, Pierce & Co., ini adalah pasar bull tanpa gangguan terpanjang kedua di abad yang lalu; hanya boom 1949–1961 yang bertahan lebih lama. Semakin lama pasar bull berlangsung, semakin parah investor akan menderita amnesia; setelah lima tahun atau lebih, banyak orang tidak lagi percaya bahwa pasar beruang bahkan mungkin. Semua orang

yang lupa ditakdirkan untuk diingatkan; dan, di pasar saham, ingatan yang dipulihkan selalu tidak menyenangkan.

perilaku pasar dalam 20 tahun terakhir tidak mengikuti pola sebelumnya, atau mematuhi apa yang dulu merupakan sinyal bahaya yang sudah mapan, juga tidak mengizinkan eksploitasi yang berhasil dengan menerapkan aturan lama untuk membeli rendah dan menjual tinggi. Apakah pola pasar bull-and-bear yang lama dan cukup teratur pada akhirnya akan kembali, kita tidak tahu. Tetapi bagi kami tampaknya tidak realistis bagi investor untuk berusaha mendasarkan kebijakannya saat ini pada formula klasik—yaitu, menunggu tingkat pasar beruang yang dapat dibuktikan sebelum membeli saham biasa. Namun, kebijakan yang kami rekomendasikan telah membuat ketentuan untuk perubahan proporsi saham biasa terhadap obligasi dalam portofolio, jika investor memilih untuk melakukannya, sesuai dengan tingkat harga saham yang tampak kurang atau lebih menarik menurut standar nilai.*

Rencana Formula

Pada tahun-tahun awal kebangkitan pasar saham yang dimulai pada tahun 1949–50, minat yang cukup besar tertarik pada berbagai metode untuk memanfaatkan siklus pasar saham. Ini telah dikenal sebagai "rencana investasi formula." Inti dari semua rencana semacam itu—kecuali kasus sederhana dari rata-rata dolar—adalah bahwa investor secara otomatis melakukan penjualan saham biasa ketika pasar mengalami kemajuan yang substansial. Dalam banyak dari mereka, kenaikan yang sangat besar di tingkat pasar akan menghasilkan penjualan semua kepemilikan saham biasa; lain yang disediakan untuk retensi sebagian kecil dari ekuitas dalam semua keadaan.

Pendekatan ini memiliki daya tarik ganda kedengarannya logis (dan konservatif) dan menunjukkan hasil yang sangat baik bila diterapkan secara retrospektif ke pasar saham selama bertahun-tahun di masa lalu. Sayangnya, modusnya tumbuh paling besar pada saat itu ditakdirkan untuk bekerja paling tidak baik. Banyak dari "perencana formula" menemukan diri mereka sepenuhnya atau hampir keluar dari pasar saham pada tingkat tertentu di pertengahan 1950-an. Benar, mereka telah menyadari keuntungan yang sangat baik, tetapi dalam arti luas pasar "lari" dari mereka setelahnya, dan

* Graham membahas “kebijakan yang direkomendasikan” ini di Bab 4 (hlm. 89–91). Kebijakan ini, yang sekarang disebut “alokasi aset taktis”, banyak diikuti oleh investor institusional seperti dana pensiun dan dana abadi universitas.

formula mereka memberi mereka sedikit kesempatan untuk membeli kembali posisi saham biasa.*

Ada kesamaan antara pengalaman mereka yang mengadopsi pendekatan investasi formula di awal 1950-an dan mereka yang menganut versi mekanis murni dari teori Dow beberapa 20 tahun sebelumnya. Dalam kedua kasus, munculnya popularitas menandai saat yang hampir tepat ketika sistem berhenti bekerja dengan baik. Kami memiliki pengalaman yang tidak menyenangkan dengan "metode nilai pusat" kami sendiri dalam menentukan tingkat pembelian dan penjualan yang ditunjukkan dari Dow Jones Industrial Average. Moralnya tampaknya bahwa pendekatan apa pun untuk menghasilkan uang di pasar saham yang dapat dengan mudah dijelaskan dan diikuti oleh banyak orang adalah dengan istilah yang terlalu sederhana dan terlalu mudah untuk bertahan.† Pernyataan penutup Spinoza berlaku untuk Wall Street dan juga untuk filosofi: "Semua hal yang luar biasa sama sulitnya dengan hal yang langka."

Fluktuasi Pasar Portofolio Investor

Setiap investor yang memiliki saham biasa harus berharap untuk melihat mereka berfluktuasi nilainya selama bertahun-tahun. Perilaku DJIA sejak edisi terakhir kami ditulis pada tahun 1964 mungkin mencerminkan cukup baik apa yang terjadi pada portofolio saham investor konservatif yang membatasi kepemilikan sahamnya pada perusahaan besar, terkemuka, dan dibiayai secara konservatif. Nilai keseluruhan meningkat dari level rata-rata sekitar 890 ke level tertinggi 995 in

* Banyak dari "perencana formula" ini akan menjual semua saham mereka pada akhir tahun 1954, setelah pasar saham AS naik 52,6%, pengembalian tahunan tertinggi kedua yang pernah tercatat. Selama lima tahun ke depan, pengatur waktu pasar ini kemungkinan akan berdiri di sela-sela karena saham berlipat ganda.

Cara mudah untuk menghasilkan uang di pasar saham memudar karena dua alasan: kecenderungan alami tren untuk berbalik dari waktu ke waktu, atau "mundur ke rata-rata," dan adopsi cepat skema pengambilan saham oleh sejumlah besar orang, yang menumpuk dan merusak semua kesenangan dari mereka yang sampai di sana lebih dulu. (Perhatikan bahwa, dalam merujuk pada "pengalamannya yang tidak menyenangkan", Graham—seperti biasa—jujur dalam mengakui kegagalannya sendiri.) Lihat Jason Zweig, "Murphy Was an

Investor,” *Money*, July, 2002, hlm. 61–62, dan Jason Zweig, “New Year's Play,” *Money*, Desember 2000, hlm. 89–90.

1966 (dan 985 lagi pada 1968), turun menjadi 631 pada 1970, dan hampir pulih sepenuhnya menjadi 940 pada awal 1971. (Karena masalah individu menetapkan nilai tinggi dan rendah pada waktu yang berbeda, fluktuasi dalam Dow Jones kelompok secara keseluruhan kurang parah dibandingkan dengan komponen yang terpisah.) Kami telah menelusuri melalui fluktuasi harga jenis lain dari portofolio saham biasa yang terdiversifikasi dan konservatif dan kami menemukan bahwa hasil keseluruhan tidak mungkin sangat berbeda dari yang di atas. . Secara umum, saham perusahaan lini kedua* berfluktuasi lebih luas daripada perusahaan besar, tetapi ini tidak berarti bahwa sekelompok perusahaan yang mapan tetapi lebih kecil akan membuat kinerja yang lebih buruk dalam jangka waktu yang cukup lama.

Seorang investor yang serius tidak mungkin percaya bahwa fluktuasi pasar saham dari hari ke hari atau bahkan bulan ke bulan membuatnya lebih kaya atau lebih miskin. Tapi bagaimana dengan perubahan jangka panjang dan lebih luas? Di sini pertanyaan-pertanyaan praktis muncul dengan sendirinya, dan masalah-masalah psikologis cenderung menjadi rumit. Kenaikan substansial di pasar sekaligus merupakan alasan yang sah untuk kepuasan dan alasan untuk perhatian yang hati-hati, tetapi juga dapat membawa godaan yang kuat terhadap tindakan yang tidak bijaksana. Saham Anda telah maju, bagus!

* Hari ini setara dengan apa yang Graham sebut "perusahaan lini kedua" akan menjadi salah satu dari ribuan saham yang tidak termasuk dalam Standard & Poor's

indeks 500-saham. Daftar 500 saham dalam indeks S&P yang direvisi secara berkala tersedia di www.standardandpoors.com.

Perhatikan baik-baik apa yang dikatakan Graham di sini. Bukan hanya mungkin, tetapi mungkin, bahwa sebagian besar saham yang Anda miliki akan memperoleh setidaknya 50% dari harga terendahnya dan kehilangan setidaknya 33% dari harga tertinggi—terlepas dari saham mana yang Anda miliki atau apakah pasar secara keseluruhan naik atau turun. Jika Anda tidak bisa hidup dengan itu—atau Anda berpikir portofolio Anda entah bagaimana secara ajaib dibebaskan darinya—maka Anda belum berhak menyebut diri Anda seorang investor. (Graham mengacu pada penurunan 33% sebagai "setara sepertiga" karena keuntungan 50% membuat saham \$10 menjadi \$15. Dari \$15, kerugian 33% [atau penurunan \$5] membawanya kembali ke \$10, di mana itu dimulai .)

Anda lebih kaya dari sebelumnya, bagus! Tetapi apakah harganya naik terlalu tinggi, dan haruskah Anda berpikir untuk menjual? Atau haruskah Anda menendang diri sendiri karena tidak membeli lebih banyak saham saat levelnya lebih rendah? Atau—yang paling buruk—haruskah Anda sekarang menyerah pada atmosfer pasar banteng, terinfeksi oleh antusiasme, kepercayaan diri yang berlebihan, dan keserakahan masyarakat luas (yang bagaimanapun juga, Anda adalah bagiannya), dan membuat komitmen yang lebih besar dan berbahaya? Disajikan demikian di media cetak, jawaban atas pertanyaan terakhir adalah tidak jelas, tetapi bahkan investor yang cerdas kemungkinan besar membutuhkan kekuatan kemauan yang besar untuk tidak mengikuti orang banyak.

Karena alasan sifat manusia ini, bahkan lebih daripada dengan perhitungan keuntungan atau kerugian finansial, kami mendukung beberapa jenis metode mekanis untuk memvariasikan proporsi obligasi terhadap saham dalam portofolio investor. Keuntungan utama, mungkin, adalah bahwa formula seperti itu akan memberinya sesuatu untuk dilakukan. Seiring kemajuan pasar, dia akan dari waktu ke waktu melakukan penjualan dari kepemilikan sahamnya, memasukkan hasilnya ke dalam obligasi; karena menolak dia akan membalikkan prosedur. Kegiatan-kegiatan ini akan memberikan beberapa jalan keluar untuk energinya yang terlalu terpendam. Jika dia adalah jenis investor yang tepat, dia akan mendapatkan kepuasan tambahan dari pemikiran bahwa operasinya persis berlawanan dengan orang banyak.*

Penilaian Bisnis versus Penilaian Pasar Saham

Dampak fluktuasi pasar terhadap situasi investor yang sebenarnya dapat dipertimbangkan juga dari sudut pandang pemegang saham sebagai pemilik bagian dari berbagai bisnis. Pemegang saham yang dapat dipasarkan sebenarnya memiliki status ganda, dan dengan itu hak istimewa untuk mengambil keuntungan dari salah satu pilihannya. Di satu sisi posisinya analog dengan pemegang saham minoritas atau mitra diam dalam bisnis swasta. Di sini, hasilnya sepenuhnya bergantung pada keuntungan perusahaan atau pada perubahan nilai dasar asetnya. Dia biasanya akan menentukan nilai kepentingan bisnis pribadi seperti itu dengan menghitung bagiannya dari kekayaan bersih seperti yang ditunjukkan dalam neraca terbaru. pada

* Untuk investor saat ini, strategi ideal untuk mengejar "formula" ini adalah penyeimbangan kembali, yang akan kita bahas di hlm. 104–105.

Di sisi lain, investor saham biasa memegang selembar kertas, sertifikat saham berukir, yang dapat dijual dalam hitungan menit dengan harga yang bervariasi dari waktu ke waktu—ketika pasar dibuka, yaitu—dan seringkali jauh dari nilai neraca.*

Perkembangan pasar saham dalam beberapa dekade terakhir telah membuat investor tipikal lebih bergantung pada arah penawaran harga dan kurang bebas dari sebelumnya untuk menganggap dirinya hanya seorang pemilik bisnis. Alasannya adalah bahwa perusahaan-perusahaan sukses di mana ia cenderung memusatkan kepemilikannya menjual hampir secara konstan dengan harga jauh di atas nilai aset bersih mereka (atau nilai buku, atau "nilai neraca"). Dalam membayar premi pasar ini, investor memberikan sandera yang berharga untuk kekayaan, karena dia harus bergantung pada pasar saham itu sendiri untuk memvalidasi komitmennya.

Ini adalah faktor yang sangat penting dalam investasi masa kini, dan hal ini kurang mendapat perhatian dari yang semestinya. Seluruh struktur kutipan pasar saham mengandung kontradiksi bawaan. Semakin baik catatan dan prospek perusahaan, semakin kecil hubungan harga sahamnya dengan nilai bukunya. Tetapi semakin besar premi di atas nilai buku, semakin tidak pasti dasar penentuan nilai intrinsiknya—yaitu, semakin "nilai" ini akan bergantung pada perubahan suasana hati dan ukuran pasar saham. Jadi kita mencapai paradoks terakhir, bahwa semakin sukses perusahaan, semakin besar kemungkinan fluktuasi harga sahamnya. Ini benar-benar berarti bahwa, dalam arti yang sangat nyata, semakin baik

* Sebagian besar perusahaan saat ini menyediakan "sertifikat saham terukir" hanya atas permintaan khusus. Saham ada, sebagian besar, dalam bentuk elektronik murni (seperti rekening bank Anda berisi kredit dan debit terkomputerisasi, bukan mata uang aktual) dan dengan demikian menjadi lebih mudah untuk diperdagangkan daripada di masa Graham.

Nilai aset bersih, nilai buku, nilai neraca, dan nilai aset berwujud adalah sinonim untuk kekayaan bersih, atau nilai total aset fisik dan keuangan perusahaan dikurangi semua kewajibannya. Hal ini dapat dihitung dengan menggunakan neraca dalam laporan tahunan dan triwulanan perusahaan; dari total ekuitas pemegang saham, kurangi semua aset "lunak" seperti niat baik, merek dagang, dan aset tak berwujud lainnya. Bagilah dengan jumlah saham terdiluasi penuh yang beredar untuk mendapatkan nilai buku per saham.

kualitas saham biasa, semakin spekulatif kemungkinannya—setidaknya dibandingkan dengan isu-isu kelas menengah yang tidak spektakuler.* (Apa yang telah kami katakan berlaku untuk perbandingan perusahaan-perusahaan berkembang terkemuka dengan sebagian besar kekhawatiran yang sudah mapan. ; kami mengecualikan dari bidang kami di sini masalah-masalah yang sangat spekulatif karena bisnis itu sendiri bersifat spekulatif.)

Argumen yang dibuat di atas seharusnya menjelaskan perilaku harga yang sering tidak menentu dari perusahaan kita yang paling sukses dan mengesankan. Contoh favorit kami adalah raja dari semuanya—Mesin Bisnis Internasional. Harga sahamnya turun dari 607 menjadi 300 dalam tujuh bulan pada 1962–63; setelah dua kali split, harganya turun dari 387 menjadi 219 in 1970. Demikian pula, Xerox—penghasil pendapatan yang bahkan lebih mengesankan dalam beberapa dekade terakhir—turun dari 171 menjadi 87 pada 1962–63, dan dari 116 menjadi 65 pada tahun 1970. Kerugian yang mencolok ini tidak menunjukkan keraguan tentang pertumbuhan jangka panjang IBM atau Xerox di masa depan; mereka malah mencerminkan kurangnya kepercayaan dalam penilaian premium yang telah ditempatkan pasar saham pada prospek yang sangat baik ini.

Diskusi sebelumnya membawa kita pada kesimpulan tentang kepentingan praktis bagi investor konservatif dalam saham biasa. Jika dia ingin memberikan perhatian khusus pada pemilihan portofolionya, mungkin lebih baik baginya untuk berkonsentrasi pada masalah penjualan dengan perkiraan yang cukup dekat dengan nilai aset berwujudnya — katakanlah, tidak lebih dari sepertiga di atas sosok itu. Pembelian yang dilakukan pada tingkat tersebut, atau lebih rendah, secara logis dapat dianggap terkait dengan

* Penggunaan kata "paradoks" oleh Graham mungkin merupakan kiasan untuk artikel klasik karya David Durand, "Saham Pertumbuhan dan Paradoks Petersburg," *The Journal of Finance*, vol. XII, tidak. 3, September, 1957, hlm. 348–363, yang membandingkan investasi pada saham pertumbuhan dengan harga tinggi dengan bertaruh pada serangkaian lemparan koin di mana imbalannya meningkat dengan setiap lemparan koin. Durand menunjukkan bahwa jika saham pertumbuhan dapat terus tumbuh pada tingkat yang tinggi untuk jangka waktu yang tidak terbatas, investor harus (secara teori) bersedia membayar harga yang tidak terbatas untuk sahamnya. Lalu, mengapa tidak ada saham yang pernah dijual dengan harga dolar tak teringga per saham? Karena semakin tinggi tingkat pertumbuhan masa depan yang diasumsikan, dan

semakin lama periode waktu yang diharapkan, semakin lebar margin kesalahan tumbuh, dan semakin tinggi biaya bahkan kesalahan perhitungan kecil menjadi.

neraca perusahaan, dan memiliki justifikasi atau dukungan yang independen dari fluktuasi harga pasar. Premi atas nilai buku yang mungkin terlibat dapat dianggap sebagai semacam biaya tambahan yang dibayarkan untuk keuntungan dari pencatatan bursa saham dan daya jual yang menyertainya.

Sebuah kehati-hatian diperlukan di sini. Sebuah saham tidak menjadi investasi yang sehat hanya karena dapat dibeli mendekati nilai asetnya. Investor harus menuntut, di samping itu, rasio pendapatan terhadap harga yang memuaskan, posisi keuangan yang cukup kuat, dan prospek bahwa pendapatannya setidaknya akan dipertahankan selama bertahun-tahun. Ini mungkin tampak seperti menuntut banyak dari saham dengan harga sedang, tetapi resepnya tidak sulit untuk dipenuhi di bawah semua kondisi pasar yang sangat tinggi. Begitu investor bersedia melepaskan prospek cemerlang—yaitu, pertumbuhan yang lebih baik daripada rata-rata yang diharapkan—dia tidak akan kesulitan menemukan berbagai pilihan masalah yang memenuhi kriteria ini.

Dalam bab-bab kami tentang pemilihan saham biasa (Bab 14 dan 15) kami akan memberikan data yang menunjukkan bahwa lebih dari separuh masalah DJIA memenuhi kriteria nilai aset kami pada akhir tahun 1970. Investasi yang paling banyak dipegang—Amerika Tel. & Tel.—sebenarnya menjual di bawah nilai aset berwujudnya saat kami menulis. Sebagian besar saham light-and-power, di samping keunggulan lainnya, sekarang (awal .) 1972) tersedia dengan harga yang cukup dekat dengan nilai asetnya.

Investor dengan portofolio saham yang memiliki nilai buku seperti itu di belakangnya dapat mengambil pandangan yang jauh lebih mandiri dan terpisah dari fluktuasi pasar saham daripada mereka yang telah membayar multipli- baik pendapatan maupun aset berwujud. Selama penghasilan kekuatan kepemilikannya tetap memuaskan, dia bisa memberi sedikit perhatian sesukanya pada keanehan pasar saham. Lagi dari itu, kadang-kadang dia bisa menggunakan keanehan ini untuk bermain sebagai master permainan membeli rendah dan menjual tinggi.

Contoh A. & P.

Pada titik ini kami akan memperkenalkan salah satu contoh asli kami, yang sudah ada sejak bertahun-tahun lalu tetapi memiliki daya tarik tertentu bagi kami karena menggabungkan begitu banyak aspek pengalaman perusahaan dan investasi. Ini melibatkan Great Atlantic & Pacific Tea Co. Berikut ceritanya:

Saham A. & P. diperkenalkan untuk diperdagangkan di pasar "Curb", sekarang Bursa Efek Amerika, pada tahun 1929 dan dijual setinggi 494. Pada tahun 1932 mereka telah menurun menjadi 104, meskipun pendapatan perusahaan hampir sama besarnya dengan itu. umumnya bencana tahun seperti sebelumnya. Pada tahun 1936 kisarannya antara 111 dan 131. Kemudian dalam resesi bisnis dan pasar beruang tahun 1938, saham jatuh ke titik terendah baru 36.

Harga itu sangat luar biasa. Ini berarti bahwa perusahaan preferen dan biasa bersama-sama menjual seharga \$126 juta, meskipun perusahaan baru saja melaporkan bahwa perusahaan itu memiliki uang tunai \$85 juta dan modal kerja (atau aset lancar bersih) sebesar \$134 juta. A. & P. adalah perusahaan ritel terbesar di Amerika, jika bukan di dunia, dengan catatan pendapatan besar yang berkelanjutan dan mengesankan selama bertahun-tahun. Namun pada tahun 1938 bisnis yang luar biasa ini dianggap di Wall Street kurang bernilai daripada asetnya saat ini saja—yang berarti kurang berkelanjutan daripada jika dilikuidasi. Mengapa? Pertama, karena ada ancaman pajak khusus pada toko berantai; kedua, karena laba bersih turun pada tahun sebelumnya; dan, ketiga, karena pasar umum tertekan. Alasan pertama adalah ketakutan yang dilebih-lebihkan dan pada akhirnya tidak berdasar;

Mari kita asumsikan bahwa investor telah membeli A. & P.
common in

1937 pada, katakanlah, 12 kali lipat dari pendapatan rata-rata lima tahun, atau sekitar 80. Kami

jauh dari menyatakan bahwa penurunan berikutnya menjadi 36 tidak penting baginya. Dia akan disarankan untuk meneliti gambar dengan hati-hati, untuk melihat apakah dia telah membuat kesalahan

perhitungan. Tetapi jika hasil studinya meyakinkan — seperti mereka seharusnya — dia berhak untuk mengabaikan market menolak sebagai liku-liku keuangan sementara, kecuali dia punya dana dan keberanian untuk memanfaatkannya dengan membeli lebih banyak di

dasar tawar-menawar yang ditawarkan.

Tahun berikutnya, 1939, saham A. & P. naik ke 117½, atau tiga kali lipat dari harga rendah tahun 1938 dan jauh di atas rata-rata 1937. Perputaran seperti itu dalam perilaku saham biasa bukanlah hal yang tidak biasa, tetapi dalam kasus A. & P. itu lebih mencolok daripada kebanyakan. Pada tahun-tahun setelah tahun 1949, saham rantai toko kelontong naik

dengan pasar umum sampai pada tahun 1961 saham split-up (10 untuk 1) mencapai tinggi 70% yang setara dengan 705 untuk 1938 saham.

Ini harga 70% luar biasa karena faktanya adalah 30 kali lipat pendapatan tahun 1961. Rasio harga/pendapatan seperti itu—yang dibandingkan dengan 23 kali lipat DJIA pada tahun itu—pasti menyiratkan ekspektasi pertumbuhan pendapatan yang cemerlang. Optimisme ini tidak memiliki pembenaran dalam catatan pendapatan perusahaan pada tahun-tahun sebelumnya, dan terbukti sepenuhnya salah. Alih-alih maju dengan cepat, arah pendapatan pada periode berikutnya umumnya menurun. Setahun setelah 70% tinggi harga turun lebih dari setengah menjadi 34. Tapi kali ini saham tidak memiliki kualitas tawar-menawar yang mereka tunjukkan pada kuotasi rendah pada tahun 1938. Setelah berbagai macam fluktuasi harga jatuh ke titik terendah lagi 21% pada tahun 1970 dan 18 pada tahun 1972—setelah melaporkan defisit kuartalan pertama dalam sejarahnya.

Kita melihat dalam sejarah ini betapa luasnya perubahan-perubahan dari sebuah perusahaan besar Amerika dalam lebih dari satu generasi, dan juga dengan apa yang salah perhitungan dan ekspektasi optimisme dan pesimisme publik telah menghargai sahamnya. Pada tahun 1938 bisnis itu benar-benar diberikan, tanpa pengambil; pada tahun 1961 publik berteriak-teriak untuk saham dengan harga yang sangat tinggi. Setelah itu terjadi penurunan cepat setengah dari nilai pasar, dan beberapa tahun kemudian penurunan lebih lanjut yang substansial. Sementara itu, perusahaan harus berubah dari kinerja pendapatan yang luar biasa menjadi biasa-biasa saja; keuntungannya di tahun boom 1968 menjadi kurang dari pada tahun 1958; itu telah membayar serangkaian dividen saham kecil yang membingungkan yang tidak dijamin oleh penambahan surplus saat ini; Dan seterusnya. A. & P. adalah perusahaan yang lebih besar pada tahun 1961 dan 1972 daripada pada tahun 1938, tetapi tidak dikelola dengan baik.

Ada dua moral utama dalam cerita ini. Yang pertama adalah bahwa pasar saham sering salah, dan terkadang waspada dan berani.

* Sejarah A&P yang lebih baru tidak berbeda. Pada akhir tahun 1999, harga sahamnya adalah \$27.875; pada akhir tahun 2000, \$7,00; setahun kemudian, \$23,78; pada akhir tahun 2002, \$8.06. Meskipun beberapa penyimpangan akuntansi kemudian terungkap di A & P, itu bertentangan dengan semua logika untuk percaya bahwa nilai bisnis yang relatif stabil seperti bahan makanan bisa turun tiga perempat dalam satu tahun, tiga kali lipat tahun berikutnya, lalu turun dua. -pertiga tahun setelah itu.

investor geous dapat mengambil keuntungan dari kesalahan patennya. Yang lainnya adalah bahwa sebagian besar bisnis berubah dalam karakter dan kualitas selama bertahun-tahun, terkadang menjadi lebih baik, mungkin lebih sering menjadi lebih buruk. Investor tidak perlu melihat kinerja perusahaannya seperti elang; tapi dia harus memberikan pandangan yang baik dan keras dari waktu ke waktu.

Mari kita kembali ke perbandingan kita antara pemegang saham yang dapat dipasarkan dan orang yang memiliki kepentingan dalam bisnis swasta. Kami telah mengatakan bahwa yang pertama memiliki pilihan untuk menganggap dirinya hanya sebagai pemilik bagian dari berbagai bisnis yang telah dia investasikan, atau sebagai pemegang saham yang dapat dijual kapan saja dia inginkan dengan harga pasar yang dikutip.

Tetapi perhatikan fakta penting ini: Investor sejati hampir tidak pernah dipaksa untuk menjual sahamnya, dan di lain waktu dia bebas mengabaikan kuota harga saat ini. Dia perlu memperhatikannya dan menindaklanjutinya hanya sejauh itu sesuai dengan bukunya, dan tidak lebih.* Dengan demikian investor yang membiarkan dirinya dicap atau terlalu khawatir oleh penurunan pasar yang tidak dapat dibenarkan dalam kepemilikannya secara sesat mengubah keuntungan dasar menjadi kerugian dasar. Orang itu akan lebih baik jika sahamnya tidak memiliki kuota pasar sama sekali, karena dia kemudian akan terhindar dari penderitaan mental yang disebabkan oleh kesalahan penilaian orang lain.

Kebetulan, situasi yang meluas semacam ini sebenarnya ada selama hari-hari depresi yang gelap tahun 1931–1933. Kemudian ada keuntungan psikologis dalam memiliki kepentingan bisnis yang tidak memiliki pasar kuota. Misalnya, orang yang memiliki hipotek pertama di real estat yang terus membayar bunga dapat memberi tahu diri mereka sendiri bahwa investasi mereka telah mempertahankan nilai penuhnya, tidak ada kutipan pasar untuk menunjukkan sebaliknya. Di sisi lain, banyak obligasi korporasi yang tercatat dengan kualitas yang lebih baik dan lebih besar

* "Hanya sejauh itu sesuai dengan bukunya" berarti "hanya sejauh harganya cukup menguntungkan untuk membenarkan penjualan saham." Dalam istilah pialang tradisional, "buku" adalah buku besar kepemilikan dan perdagangan investor.

Ini mungkin satu-satunya paragraf terpenting dalam keseluruhan buku Graham. Dalam 113 kata ini, Graham merangkum pengalaman hidupnya. Anda tidak dapat membaca kata-kata ini terlalu sering; mereka seperti Kryptonite untuk pasar beruang. Jika Anda menjaga mereka tetap dekat dan membiarkan mereka membimbing Anda sepanjang hidup investasi Anda, Anda akan bertahan apa pun pasar melemparkan pada Anda.

kekuatan yang mendasari mengalami penyusutan parah dalam kutipan pasar mereka, sehingga membuat pemiliknya percaya bahwa mereka tumbuh jelas lebih miskin. Pada kenyataannya pemilik lebih baik dengan sekuritas yang terdaftar, meskipun harga rendah. Karena jika mereka ingin, atau terpaksa, mereka setidaknya bisa menjual masalah itu—mungkin untuk menukarnya dengan penawaran yang lebih baik. Atau mereka bisa saja secara logis mengabaikan tindakan pasar sebagai sementara dan pada dasarnya tidak berarti. Tetapi menipu diri sendiri untuk mengatakan pada diri sendiri bahwa Anda tidak mengalami penyusutan nilai hanya karena sekuritas Anda tidak memiliki pasar kuota sama sekali.

Kembali ke pemegang saham A. & P. kami pada tahun 1938, kami menegaskan bahwa selama dia memegang sahamnya, dia tidak menderita kerugian dalam penurunan harga mereka, di luar apa yang mungkin telah dikatakan oleh penilaiannya sendiri, disebabkan oleh penyusutan di dasar mereka. atau nilai intrinsik. Jika tidak ada penyusutan seperti itu, dia berhak mengharapkan bahwa pada waktunya kuota pasar akan kembali ke level 1937 atau lebih baik—seperti yang terjadi pada tahun berikutnya. Dalam hal ini posisinya setidaknya sama baiknya dengan jika dia memiliki kepentingan dalam bisnis swasta tanpa kuota pasar untuk sahamnya. Karena dalam kasus itu juga, dia mungkin atau mungkin tidak dibenarkan secara mental memotong sebagian dari biaya kepemilikannya karena dampak resesi 1938—tergantung pada apa yang terjadi pada perusahaannya.

Kritik terhadap pendekatan nilai terhadap investasi saham berpendapat bahwa saham biasa yang terdaftar tidak dapat dianggap atau dinilai dengan baik dengan cara yang sama sebagai kepentingan dalam perusahaan swasta yang serupa, karena kehadiran pasar keamanan yang terorganisir “menyuntikkan ke dalam kepemilikan ekuitas yang baru dan sangat penting. atribut likuiditas.” Tetapi apa arti sebenarnya dari likuiditas ini adalah, pertama, bahwa investor mendapat keuntungan dari penilaian pasar saham setiap hari dan perubahan dari kepemilikannya, untuk apa pun penilaian itu mungkin bernilai, dan, kedua, bahwa investor dapat menambah atau mengurangi miliknya. investasi pada angka harian pasar—jika dia mau. Dengan demikian keberadaan pasar kuota memberikan investor opsi tertentu yang tidak ia miliki jika sekuritasnya tidak memiliki kuota.

Mari kita tutup bagian ini dengan sesuatu yang bersifat perumpamaan. Bayangkan bahwa dalam beberapa bisnis pribadi Anda memiliki saham kecil yang berharga \$1.000. Salah satu mitra Anda, bernama Mr. Market, adalah

sangat mewajibkan memang. Setiap hari dia memberi tahu Anda apa yang menurutnya menarik minat Anda dan selanjutnya menawarkan untuk membeli Anda atau menjual Anda bunga tambahan atas dasar itu. Terkadang idenya tentang nilai tampak masuk akal dan dibenarkan oleh perkembangan bisnis dan prospek seperti yang Anda ketahui. Seringkali, di sisi lain, Mr. Market membiarkan antusiasme atau ketakutannya hilang bersamanya, dan nilai yang dia usulkan bagi Anda tampak sedikit konyol.

Jika Anda adalah investor yang bijaksana atau pengusaha yang bijaksana, apakah Anda akan membiarkan komunikasi harian Mr. Market menentukan pandangan Anda tentang nilai bunga \$1.000 dalam perusahaan? Hanya jika Anda setuju dengannya, atau jika Anda ingin berdagang dengannya. Anda mungkin dengan senang hati menjual kepadanya ketika dia mengutip Anda dengan harga yang sangat tinggi, dan sama-sama senang untuk membeli darinya ketika harganya rendah. Tetapi di waktu lain Anda akan lebih bijaksana untuk membentuk gagasan Anda sendiri tentang nilai kepemilikan Anda, berdasarkan laporan lengkap dari perusahaan tentang operasi dan posisi keuangannya.

Investor sejati berada dalam posisi itu ketika dia memiliki saham biasa yang terdaftar. Dia dapat mengambil keuntungan dari harga pasar harian atau membiarkannya, seperti yang ditentukan oleh penilaian dan kecenderungannya sendiri. Dia harus menyadari pergerakan harga yang penting, karena jika tidak, penilaiannya tidak akan menghasilkan apa-apa. Bisa dibayangkan mereka mungkin memberinya sinyal peringatan yang akan dia perhatikan dengan baik — ini dalam bahasa Inggris yang sederhana berarti bahwa dia harus menjual sahamnya karena harganya turun, meramalkan hal-hal yang lebih buruk yang akan datang. Dalam pandangan kami, sinyal seperti itu menyesatkan setidaknya sesering mereka membantu. Pada dasarnya, fluktuasi harga hanya memiliki satu arti penting bagi investor sejati. Mereka memberinya kesempatan untuk membeli dengan bijak saat harga turun tajam dan menjual dengan bijak saat mereka naik banyak.

Ringkasan

n

Perbedaan paling realistis antara investor dan spekulasi ditemukan dalam sikap mereka terhadap pergerakan pasar saham. Kepentingan

utama spekulasi terletak pada antisipasi dan keuntungan dari fluktuasi pasar. Kepentingan utama investor terletak pada memperoleh dan memegang sekuritas yang sesuai dengan harga yang sesuai. Pasar

Pergerakan penting baginya dalam arti praktis, karena mereka bergantian menciptakan tingkat harga rendah di mana ia akan bijaksana untuk membeli dan tingkat harga tinggi di mana ia tentu harus menahan diri dari membeli dan mungkin bijaksana untuk menjual.

Masih jauh dari pasti bahwa investor tipikal harus secara teratur menunda pembelian sampai tingkat pasar yang rendah muncul, karena ini mungkin melibatkan penantian yang lama, kemungkinan besar hilangnya pendapatan, dan kemungkinan hilangnya peluang investasi. Secara keseluruhan, mungkin lebih baik bagi investor untuk melakukan pembelian sahamnya setiap kali dia memiliki uang untuk dimasukkan ke dalam saham, kecuali jika tingkat pasar umum jauh lebih tinggi daripada yang dapat dibenarkan oleh standar nilai yang sudah mapan. Jika dia ingin menjadi cerdik dia bisa mencari peluang tawar-menawar yang selalu ada di sekuritas individu.

Selain meramalkan pergerakan pasar umum, banyak upaya dan kemampuan diarahkan di Wall Street untuk memilih saham atau kelompok industri yang dalam hal harga akan "lebih baik" daripada yang lain dalam waktu yang cukup singkat di masa depan. Meskipun upaya ini mungkin tampak logis, kami tidak percaya itu sesuai dengan kebutuhan atau temperamen investor sejati—terutama karena ia akan bersaing dengan sejumlah besar pedagang pasar saham dan analis keuangan kelas satu yang mencoba melakukannya. hal yang sama. Seperti dalam semua kegiatan lain yang menekankan pergerakan harga terlebih dahulu dan nilai-nilai yang mendasari kedua, pekerjaan banyak pikiran cerdas yang terus-menerus terlibat dalam bidang ini cenderung menetralkan diri dan mengalahkan diri sendiri selama bertahun-tahun.

Investor dengan portofolio saham yang sehat harus mengharapkan harga mereka berfluktuasi dan tidak perlu khawatir dengan penurunan yang cukup besar atau menjadi gembira dengan kemajuan yang cukup besar. Dia harus selalu ingat bahwa kutipan pasar ada untuk kenyamanannya, baik untuk dimanfaatkan atau diabaikan. Dia tidak boleh membeli saham karena sudah naik atau menjualnya karena turun. Dia tidak akan jauh salah jika moto ini berbunyi lebih sederhana: "Jangan pernah membeli saham segera setelah kenaikan substansial atau menjualnya segera setelah penurunan substansial."

Pertimbangan Tambahan

Sesuatu harus dikatakan tentang pentingnya harga pasar rata-rata sebagai ukuran kompetensi manajerial. pemegang saham

menilai apakah investasinya sendiri telah berhasil baik dari segi dividen yang diterima maupun tren jangka panjang dari nilai pasar rata-rata. Kriteria yang sama secara logis harus diterapkan dalam menguji efektivitas manajemen perusahaan dan kesehatan sikapnya terhadap pemilik bisnis.

Pernyataan ini mungkin terdengar seperti disangkal, tetapi perlu ditekankan. Karena sampai saat ini belum ada teknik atau pendekatan yang diterima dimana manajemen dibawa ke bar opini pasar. Sebaliknya, manajemen selalu bersikeras bahwa mereka tidak bertanggung jawab dalam bentuk apa pun atas apa yang terjadi pada nilai pasar saham mereka. Memang benar, tentu saja, bahwa mereka tidak bertanggung jawab atas fluktuasi harga yang, seperti yang telah kami tekankan, tidak ada hubungannya dengan kondisi dan nilai yang mendasarinya. Tetapi hanya kurangnya kewaspadaan dan kecerdasan di antara jajaran pemegang saham yang memungkinkan kekebalan ini meluas ke seluruh bidang kuotasi pasar, termasuk penetapan permanen tingkat harga yang terdepresiasi dan tidak memuaskan. Manajemen yang baik menghasilkan harga pasar rata-rata yang baik,

Fluktuasi Harga Obligasi

Investor harus menyadari bahwa meskipun keamanan pokok dan bunganya mungkin tidak perlu dipertanyakan lagi, obligasi jangka panjang dapat sangat bervariasi dalam harga pasar sebagai respons terhadap perubahan suku bunga. Pada Tabel 8-1 kami memberikan data untuk berbagai tahun kembali ke tahun 1902 yang mencakup hasil untuk perusahaan tingkat tinggi dan masalah bebas pajak. Sebagai ilustrasi individual, kami menambahkan fluktuasi harga dari dua masalah perkeretaapian yang representatif untuk periode yang sama. (Ini adalah Atchison, Topeka

& Santa Fe umum hipotek 4s, jatuh tempo 1995, untuk generasi salah satu masalah obligasi noncallable utama kami, dan Pasifik Utara Ry. 3s, jatuh tempo 2047—awalnya jatuh tempo 150 tahun!—dengan obligasi berperingkat Baa- yang khas.)

Karena hubungan terbalik mereka, hasil rendah sesuai dengan harga tinggi dan sebaliknya. Penurunan di Utara

* Graham memiliki lebih banyak hal untuk dikatakan tentang apa yang sekarang dikenal sebagai “tata kelola perusahaan.” Lihat komentar di Bab 19.

Pacific 3s pada tahun 1940 sebagian besar mewakili keraguan tentang keamanan masalah ini. Sungguh luar biasa bahwa harga pulih ke level tertinggi sepanjang masa dalam beberapa tahun ke depan, dan kemudian kehilangan dua pertiga dari harganya terutama karena kenaikan suku bunga umum. Ada juga variasi yang mengejutkan, dalam harga bahkan obligasi kelas tertinggi dalam empat puluh tahun terakhir.

Perhatikan bahwa harga obligasi tidak berfluktuasi dalam proporsi (terbalik) yang sama dengan hasil yang dihitung, karena nilai jatuh tempo tetapnya sebesar 100% memberikan pengaruh moderat. Namun, untuk jatuh tempo yang sangat lama, seperti dalam contoh Pasifik Utara kami, harga dan hasil berubah mendekati tingkat yang sama.

Sejak 1964, pergerakan rekor di kedua arah telah terjadi di pasar obligasi bermutu tinggi. Mengambil contoh “kota utama” (bebas pajak) sebagai contoh, hasil mereka meningkat lebih dari dua kali lipat, dari 3,2% pada Januari 1965 menjadi 7% pada Juni 1970. Indeks harga mereka menurun, sejalan dengan itu, dari 110,8 menjadi 67,5. Pada pertengahan tahun 1970, imbal hasil obligasi jangka panjang bermutu tinggi lebih tinggi daripada kapan pun dalam hampir 200 tahun sejarah ekonomi negara ini.* Dua puluh lima tahun sebelumnya, tepat sebelum pasar bull yang berlarut-larut dimulai, imbal hasil obligasi berada pada titik terendah dalam sejarah; kota jangka panjang kembali hanya 1%, dan industri memberikan 2,40% dibandingkan dengan 4½ hingga 5% yang sebelumnya dianggap “normal”. Kami yang memiliki pengalaman panjang di Wall Street telah melihat hukum Newton tentang “aksi dan reaksi, sama dan berlawanan” bekerja dengan sendirinya berulang kali di pasar saham—contoh paling penting adalah kenaikan DJIA dari 64 tahun menjadi

1921 hingga 381 pada 1929, diikuti dengan rekor keruntuhan menjadi 41 pada 1932. Namun kali ini ayunan pendulum terluas terjadi dalam rangkaian harga dan imbal hasil obligasi bermutu tinggi yang biasanya stabil dan bergerak lambat. Moral: Tidak ada hal penting di Wall Street yang dapat diandalkan untuk terjadi persis seperti yang terjadi sebelumnya. Perwakilan ini

* Dengan apa yang disebut Graham sebagai “aturan yang berlawanan”, pada tahun 2002 imbal hasil obligasi Treasury AS jangka panjang mencapai level terendah sejak 1963. Karena imbal hasil obligasi bergerak

terbalik terhadap harga, imbal hasil yang rendah itu berarti bahwa harga telah naik—membuat investor paling bersemangat untuk membeli seperti obligasi yang paling mahal dan karena pengembalian masa depan mereka hampir dijamin rendah. Ini memberikan bukti lain dari pelajaran Graham bahwa investor yang cerdas harus menolak untuk membuat keputusan berdasarkan fluktuasi pasar.

TSANGGUP 8-1 Fluktuasi di Menjalin kedekatan kamubidang. dan di Harga dari Two Perwakilan Menjalin kedekatan Masalah, 1902–1970

	<i>Hasil Obligasi</i>		<i>Harga Obligasi</i>		
	S & P AAA	S & P Kota		AT & SF	Juga bukan. pak
1902 rendah	4,31%	3,11%	tinggi 1905	105½	79
1920 tinggi	6.40	5.28	1920 rendah	69	49½
1928 rendah	4,53	3.90	1930 tinggi	105	73
1932 tinggi	5.52	5.27	1932 rendah	75	46¼
1946 rendah	2.44	1.45	tinggi 1936	117¼	85¼
1970 tinggi	8.44	7.06	1939–40 rendah	99½	31½
1971 tutup	7.14	5.35	tinggi 1946	141	94¼
			1970 rendah	51	32¼
			1971 tutup	64	37¼

mengirimkan paruh pertama diktum favorit kami: "Semakin banyak berubah, semakin sama."

Jika hampir tidak mungkin membuat prediksi berharga tentang pergerakan harga saham, sama sekali tidak mungkin melakukannya untuk obligasi.* Di masa lalu, setidaknya, orang sering dapat menemukan petunjuk yang berguna tentang akhir dari banteng atau pasar beruang dengan mempelajari tindakan obligasi sebelumnya, tetapi tidak ada petunjuk serupa yang diberikan untuk perubahan suku bunga dan harga obligasi yang akan datang. Oleh karena itu investor harus memilih antara investasi obligasi jangka panjang dan jangka pendek terutama berdasarkan preferensi pribadinya. Jika dia ingin memastikan bahwa nilai pasar tidak akan turun, pilihan terbaiknya mungkin adalah obligasi tabungan AS, Seri E atau H, yang dijelaskan di atas, hal. 93. Masalah mana pun akan memberinya hasil 5% (setelah tahun pertama), Seri E hingga 5% tahun, Seri H hingga sepuluh tahun, dengan jaminan nilai jual kembali dari biaya atau lebih baik.

Jika investor menginginkan 7,5% sekarang tersedia pada obligasi korporasi jangka panjang yang baik, atau 5,3% pada kota bebas pajak, dia harus siap untuk melihat mereka berfluktuasi dalam harga. Bank dan perusahaan asuransi memiliki hak istimewa untuk menilai obligasi berperingkat tinggi jenis ini berdasarkan matematis "biaya diamortisasi", yang mengabaikan harga pasar; bukanlah ide yang buruk bagi investor individu untuk melakukan hal serupa.

Fluktuasi harga obligasi konversi dan saham preferen merupakan hasil dari tiga faktor yang berbeda: (1) variasi harga saham biasa terkait, (2) variasi dalam posisi kredit perusahaan, dan (3) variasi dalam kepentingan umum. tarif. Banyak dari masalah konversi telah dijual oleh perusahaan yang memiliki peringkat kredit jauh di bawah yang terbaik.³ Beberapa di antaranya sangat terpengaruh oleh tekanan keuangan pada tahun 1970. Akibatnya, masalah konversi secara keseluruhan telah mengalami tiga kali pengaruh yang meresahkan dalam beberapa tahun terakhir, dan variasi harga menjadi sangat luas. Oleh karena itu, dalam kasus umum, investor akan menipu dirinya sendiri jika ia berharap menemukan dalam penerbitan yang dapat dikonversikan kombinasi ideal antara keamanan obligasi bermutu tinggi dan harga.

* Analisis terbaru untuk pembaca hari ini, yang menjelaskan hasil terbaru dan variasi yang lebih luas dari obligasi dan dana obligasi yang tersedia saat ini, dapat ditemukan di komentar pada Bab 4.

perlindungan ditambah kesempatan untuk mendapatkan keuntungan dari uang muka dalam harga bersama.

Ini mungkin tempat yang baik untuk membuat saran tentang “ikatan jangka panjang di masa depan.” Mengapa dampak perubahan suku bunga tidak dibagi atas dasar praktis dan adil antara peminjam dan pemberi pinjaman? Salah satu kemungkinannya adalah menjual obligasi jangka panjang dengan pembayaran bunga yang bervariasi dengan indeks yang sesuai dari tingkat bunga yang berlaku. Hasil utama dari pengaturan seperti itu adalah: (1) obligasi investor akan selalu memiliki nilai pokok sekitar 100, jika perusahaan mempertahankan peringkat kreditnya, tetapi bunga yang diterima akan bervariasi, katakanlah, dengan tingkat yang ditawarkan pada obligasi baru konvensional. masalah; (2) korporasi akan memiliki keuntungan dari hutang jangka panjang—terhindar dari masalah dan biaya untuk sering memperbarui pembiayaan kembali—tetapi biaya bunganya akan berubah dari tahun ke tahun.⁴

Selama dekade terakhir, investor obligasi dihadapkan pada dilema yang semakin serius: Haruskah dia memilih stabilitas nilai pokok, tetapi dengan tingkat bunga yang bervariasi dan biasanya rendah (jangka pendek)? Atau haruskah dia memilih pendapatan bunga tetap, dengan variasi yang cukup besar (biasanya ke bawah, tampaknya) dalam nilai pokoknya? Akan lebih baik bagi sebagian besar investor jika mereka dapat berkompromi di antara ekstrem ini, dan yakinlah bahwa baik pengembalian bunga maupun nilai pokok mereka tidak akan turun di bawah minimum yang dinyatakan selama, katakanlah, periode 20 tahun. Ini dapat diatur, tanpa kesulitan besar, dalam kontrak ikatan yang sesuai dengan bentuk baru. Catatan penting: Sebenarnya pemerintah AS telah melakukan hal serupa dalam kombinasi kontrak tabungan-obligasi asli dengan perpanjangannya pada tingkat bunga yang lebih tinggi.

Hampir tidak ada gunanya membicarakan saham preferen yang tidak dapat dikonversi, karena status pajak khusus mereka membuat saham yang aman jauh lebih diinginkan oleh perusahaan—misalnya, perusahaan asuransi—

* Seperti disebutkan dalam komentar pada Bab 2 dan 4, Treasury Inflation-Protected Securities, atau TIPS, adalah versi baru dan lebih baik dari apa yang disarankan Graham di sini.

daripada oleh individu. Yang berkualitas lebih buruk hampir selalu berfluktuasi dalam rentang yang luas, berdasarkan persentase, tidak terlalu berbeda dari saham biasa. Kami tidak dapat memberikan komentar berguna lainnya tentang mereka. Tabel 16-2 di bawah, hal. 406, memberikan beberapa informasi tentang perubahan harga preferensi non-konversi kelas bawah antara Desember 1968 dan Desember 1970. Penurunan rata-rata adalah 17%, dibandingkan 11,3% untuk indeks komposit S&P saham biasa.

KOMENTAR PADA BAB 8

Kebahagiaan mereka yang ingin populer tergantung pada orang lain; kebahagiaan mereka yang mencari kesenangan berfluktuasi dengan suasana hati di luar kendali mereka; tetapi kebahagiaan orang bijak tumbuh dari tindakan bebas mereka sendiri.

—*Marcus Aurelius*

D R. JE KYLL AN DM R. MAR K ET

Sebagian besar waktu, pasar sebagian besar akurat dalam menentukan harga sebagian besar saham. Jutaan pembeli dan penjual yang menawarkan harga melakukan pekerjaan yang sangat baik dalam menilai perusahaan—rata-rata. Namun terkadang, harganya tidak tepat; kadang-kadang, itu memang sangat salah. Dan pada saat seperti itu, Anda perlu memahami citra Graham tentang Mr. Market, mungkin metafora paling brilian yang pernah dibuat untuk menjelaskan bagaimana saham bisa menjadi salah harga.¹Mr. Market yang manik-depresif tidak selalu memberi harga saham seperti yang dinilai oleh seorang penilai atau pembeli pribadi terhadap sebuah bisnis. Sebaliknya, ketika saham naik, dia dengan senang hati membayar lebih dari nilai objektifnya; dan, ketika mereka turun, dia putus asa untuk membuang mereka kurang dari nilai sebenarnya mereka.

Apakah Mr. Market masih ada? Apakah dia masih bipolar? Anda yakin dia.

Pada 17 Maret 2000, saham Inktomi Corp. mencapai level tertinggi baru \$231.625. Sejak pertama kali muncul di pasar pada bulan Juni 1998, saham di perusahaan perangkat lunak pencarian Internet telah naik secara kasar 1.900%. Hanya dalam beberapa minggu sejak Desember 1999, sahamnya hampir tiga kali lipat.

Apa yang terjadi di Inktomi bisnis yang bisa membuat saham Inktomi begitu berharga? Jawabannya tampak jelas: sangat cepat

¹Lihat teks Graham, hlm. 204–205.

pertumbuhan. Dalam tiga bulan yang berakhir pada Desember 1999, Inktomi terjual

\$36 juta dalam produk dan layanan, lebih banyak daripada yang terjadi sepanjang tahun yang berakhir pada Desember 1998. Jika Inktomi dapat mempertahankan tingkat pertumbuhannya selama 12 bulan sebelumnya hanya untuk lima tahun lagi, pendapatannya akan meledak dari \$36 juta per kuartal menjadi \$5 miliar sebulan. Dengan pertumbuhan seperti itu di depan mata, semakin cepat saham naik, semakin jauh tampaknya pasti akan naik.

Namun dalam hubungan asmaranya yang liar dengan saham Inktomi, Mr. Market mengabaikan sesuatu tentang bisnisnya. Perusahaan merugi—banyak sekali. Itu telah kehilangan \$6 juta pada kuartal terakhir, \$24 juta dalam 12 bulan sebelumnya, dan \$24 juta pada tahun sebelumnya. Sepanjang masa hidup perusahaannya, Inktomi tidak pernah menghasilkan keuntungan sepeser pun. Namun, pada 17 Maret 2000, Mr. Market menilai bisnis kecil ini dengan total \$25 miliar. (Ya, itu miliar, dengan B.)

Kemudian Mr. Market tiba-tiba mengalami depresi yang mengerikan. Pada tanggal 30 September 2002, hanya dua setengah tahun setelah memukul \$231,625 per saham, saham Inktomi ditutup pada 25 sen—jatuh dari total nilai pasar \$25 miliar menjadi kurang dari \$40 juta. Apakah bisnis Inktomi mengering? Sama sekali tidak; selama 12 bulan sebelumnya, perusahaan telah menghasilkan pendapatan \$113 juta. Jadi apa yang berubah? Hanya suasana hati Mr. Market: Pada awal tahun 2000, investor begitu liar tentang Internet sehingga mereka memberi harga saham Inktomi 250 kali lipat dari pendapatan perusahaan. Sekarang, bagaimanapun, mereka hanya akan membayar 0,35 kali pendapatannya. Mr. Market telah bermetamorfosis dari Dr. Jekyll menjadi Mr. Hyde dan dengan kejam menghancurkan setiap saham yang telah membodohnya.

Tapi Mr Market tidak lebih dibenarkan dalam kemarahan tengah malam daripada dia telah euforia manik. Pada tanggal 23 Desember 2002, Yahoo! Inc. mengumumkan bahwa mereka akan membeli Inktomi seharga \$1,65 per saham. Itu hampir tujuh kali lipat harga saham Inktomi pada 30 September. Sejarah mungkin akan menunjukkan bahwa Yahoo! mendapat tawaran. Ketika Mr. Market membuat saham begitu murah, tidak heran jika seluruh perusahaan langsung dibeli dari bawahnya.²

²Seperti yang dicatat Graham dalam serangkaian artikel klasik pada tahun 1932, Depresi Hebat menyebabkan saham lusinan perusahaan turun di bawah nilai uang tunai dan aset likuid lainnya, membuat mereka “lebih berharga saat mati daripada hidup.”

BERPIKIRLAH DIRI SENDIRI

Apakah Anda rela mengizinkan orang gila yang dapat dipercaya untuk datang setidaknya lima kali seminggu untuk memberi tahu Anda bahwa Anda harus merasakan persis seperti yang dia rasakan? Apakah Anda pernah setuju untuk menjadi euforia hanya karena dia—atau sengsara hanya karena dia pikir Anda seharusnya begitu? Tentu saja tidak. Anda akan menuntut hak Anda untuk mengendalikan kehidupan emosional Anda sendiri, berdasarkan pengalaman dan keyakinan Anda. Namun, jika menyangkut kehidupan finansial mereka, jutaan orang membiarkan Mr. Market memberi tahu mereka bagaimana merasakan dan apa yang harus dilakukan—terlepas dari fakta yang jelas bahwa, dari waktu ke waktu, dia bisa menjadi lebih gila daripada kue buah.

Pada tahun 1999, ketika Mr. Market memekik kegirangan, karyawan Amerika mengarahkan rata-rata 8,6% dari gaji mereka ke dalam 401 (k) rencana pensiun. Pada tahun 2002, setelah Mr. Market menghabiskan tiga tahun memasukkan stok ke dalam kantong sampah hitam, tingkat kontribusi rata-rata telah turun hampir seperempat, menjadi hanya 7%.³ Semakin murah stok yang didapat, semakin sedikit orang yang ingin membelinya—karena mereka meniru Mr. Market, daripada memikirkan diri mereka sendiri.

Investor yang cerdas tidak boleh mengabaikan Mr. Market sepenuhnya. Sebaliknya, Anda harus berbisnis dengannya—tetapi hanya sejauh hal itu sesuai dengan kepentingan Anda. Tugas Mr. Market adalah memberi Anda harga; tugas Anda adalah memutuskan apakah menguntungkan Anda untuk menindaklanjutinya. Anda tidak harus berdagang dengannya hanya karena dia terus-menerus memohon kepada Anda.

Dengan menolak untuk membiarkan Tuan Pasar menjadi tuanmu, kamu mengubahnya menjadi pelayanmu. Lagi pula, bahkan ketika dia tampaknya menghancurkan nilai-nilai, dia menciptakannya di tempat lain. Pada tahun 1999, indeks Wilshire 5000—ukuran terluas dari kinerja saham AS—meningkat 23,8%, didukung oleh saham teknologi dan telekomunikasi. Tapi 3.743 dari

7234 saham di indeks Wilshire turun nilainya bahkan ketika rata-rata naik. Sementara saham teknologi tinggi dan telekomunikasi itu lebih panas daripada kap mobil balap pada sore bulan Agustus, ribuan saham "Ekonomi Lama" dibekukan dalam lumpur—semakin murah dan semakin murah.

Stok CMGI, "inkubator" atau perusahaan induk untuk Internet

³Rilis berita, The Spectrem Group, "Sponsor Rencana Kalah dalam Pertempuran untuk Mencegah Penurunan Partisipasi dan Penangguhan ke dalam Rencana Kontribusi yang Ditetapkan," 25 Oktober 2002.

ANGKA 8-1 Dari bau ke bintang

Perusahaan	Bisnis	Pengembalian Total				Nilai akhir \$1.000 diinvestasi tahun 1999
		1999	2000	2001	2002	
Angelica	seragam industri	-43.7	1.8	19.3	94.1	1,328
Bola Corp.	kemasan logam & plastik	-12,7	19.2	55.3	46.0	2,359
Restoran Drive-In Checkers	makanan cepat saji	-45.5	63.9	66.2	2.1	1,517
Toko Dolar Keluarga	pengecer diskon	-25.1	33.0	41.1	5.0	1,476
Teknologi Permainan Internasional	peralatan perjudian	-16,3	136.1	42.3	11.2	3.127
Transportasi JB Hunt	truk	-39.1	21.9	38.0	26.3	1,294
Jos.A. Bank Clothiers	pakaian	-62.5	50.0	57.1	201.6	2,665
Lockheed Martin	pertahanan &	-46.9	58.0	39.0	24.7	1.453
Dermaga 1 Impor	perabot rumah tangga	-33,2	63.9	70.5	10.3	2.059
UST Inc.	tembakau	-23.5	21.6	32.2	1.0	1,241
Indeks Internet Wilshire		139.1	-55.5	-46,2	-45.0	315
Indeks Wilshire 5000 (total pasar saham)		23.8	-10,9	-11,0	-20.8	778

Sumber: Aronson + Johnson + Ortiz, LP; www.wilshire.com

perusahaan rintisan, naik secara mencengangkan sebesar 939,9% pada tahun 1999. Sementara itu, Berkshire Hathaway—perusahaan induk di mana murid terbesar Graham, Warren Buffett, memiliki pendukung Ekonomi Lama seperti Coca-Cola, Gillette, dan Washington Post Co. —turun 24,9%.⁴

Tapi kemudian, seperti yang sering terjadi, pasar tiba-tiba mengalami perubahan suasana hati. Gambar 8-1 menawarkan contoh bagaimana orang-orang busuk tahun 1999 menjadi bintang tahun 2000 hingga 2002.

Adapun dua perusahaan induk itu, CMGI terus merugi 96% dalam 2000, 70,9% lagi di tahun 2001, dan masih 39,8% lagi di tahun 2002—kerugian kumulatif 99,3%. Berkshire Hathaway naik 26,6% di tahun 2000 dan 6,5% di

2001, kemudian mengalami sedikit kerugian 3,8% pada tahun 2002—keuntungan kumulatif 30%.

BISAKAH ANDA MENJADI PROS DI NGA SAYA SENDIRI?

Salah satu wawasan Graham yang paling kuat adalah ini: "Investor yang membiarkan dirinya dicap atau terlalu khawatir dengan penurunan pasar yang tidak dapat dibenarkan dalam kepemilikannya secara tidak wajar mengubah keuntungan dasarnya menjadi kerugian dasar."

Apa yang dimaksud Graham dengan kata-kata "keunggulan dasar" itu? Maksudnya investor individu yang cerdas memiliki kebebasan penuh untuk memilih apakah akan mengikuti Mr. Market atau tidak. Anda memiliki kemewahan untuk bisa berpikir sendiri.⁵

"Beberapa bulan kemudian, pada 10 Maret 2000—hari ketika NASDAQ mencapai titik tertinggi sepanjang masa—pakar perdagangan online James J. Cramer menulis bahwa dia "berulang kali" tergoda dalam beberapa hari terakhir untuk menjual Berkshire Hathaway, taruhan bahwa saham Buffett akan jatuh lebih jauh. Dengan dorongan vulgar dari panggul retorikanya, Cramer bahkan menyatakan bahwa saham Berkshire "matang untuk dibenturkan." Pada hari yang sama, ahli strategi pasar Ralph Acampora dari Prudential Securities bertanya, "Norfolk Southern atau Cisco Systems: Di mana Anda ingin berada di masa depan?" Cisco, kunci jalan raya Internet masa depan, tampaknya memilikinya di seluruh Norfolk Southern, bagian dari sistem kereta api kemarin. (Selama tahun berikutnya, Norfolk Southern naik 35%, sementara Cisco kehilangan 70%.)

⁵Ketika ditanya apa yang membuat sebagian besar investor individu tidak berhasil, Graham memiliki jawaban singkat: "Penyebab utama kegagalan adalah mereka terlalu memperhatikan apa yang sedang dilakukan pasar saham saat ini." Lihat "Benjamin Graham: Thoughts on Security Analysis" [transkrip kuliah di Northeast Missouri State

University Business School, Maret 1972], majalah Financial History, no. 42, Maret 1991, hal. 8.

Namun, tipikal pengelola uang tidak punya pilihan selain meniru setiap gerakan Mr. Market—membeli tinggi, menjual rendah, hampir tanpa berpikir mengikuti langkahnya yang tidak menentu. Berikut adalah beberapa kelemahan yang dialami oleh manajer reksa dana dan investor profesional lainnya:

- Dengan miliaran dolar yang dikelola, mereka harus tertarik pada saham terbesar—satu-satunya yang dapat mereka beli dalam jumlah jutaan dolar yang mereka butuhkan untuk mengisi portofolio mereka. Jadi banyak dana yang akhirnya memiliki beberapa raksasa yang sama mahalanya.
- Investor cenderung menuangkan lebih banyak uang ke dalam dana saat pasar naik.

Para manajer menggunakan uang tunai baru itu untuk membeli lebih banyak saham yang sudah mereka miliki, mendorong harga ke tingkat yang lebih berbahaya.

- Jika investor dana meminta uang mereka kembali saat pasar turun, manajer mungkin perlu menjual saham untuk menguangkannya. Sama seperti dana yang dipaksa untuk membeli saham dengan harga yang meningkat di pasar yang sedang naik, mereka menjadi penjual paksa karena saham menjadi murah lagi.
- Banyak manajer portofolio mendapatkan bonus karena mengalahkan pasar, sehingga mereka secara obsesif mengukur pengembalian mereka terhadap tolok ukur seperti indeks S&P 500. Jika sebuah perusahaan ditambahkan ke indeks, ratusan dana secara kompulsif membelinya. (Jika tidak, dan saham itu berhasil, para manajer terlihat bodoh; di sisi lain, jika mereka membelinya dan hasilnya buruk, tidak ada yang akan menyalahkan mereka.)
- Semakin, manajer dana diharapkan untuk berspesialisasi. Sama seperti dalam kedokteran, dokter umum telah memberikan jalan kepada ahli alergi anak dan otolaryngologist geriatri, manajer dana harus membeli hanya saham "pertumbuhan kecil", atau hanya saham "nilai menengah", atau tidak apa-apa selain saham "campuran besar". "Jika sebuah perusahaan menjadi terlalu besar, atau terlalu kecil, atau terlalu murah, atau sedikit terlalu mahal, dana tersebut harus menjualnya—bahkan jika manajer menyukai sahamnya.

Jadi tidak ada alasan Anda tidak bisa melakukannya sebaik para profesional. Apa yang tidak dapat Anda lakukan (terlepas dari semua pakar yang mengatakan Anda bisa) adalah "mengalahkan pro di permainan mereka sendiri." Pro bahkan tidak bisa memenangkan permainan mereka sendiri! Mengapa Anda ingin memainkannya sama sekali? Jika Anda mengikuti aturan mereka, Anda akan kalah—karena Anda akan menjadi budak Mr. Market seperti halnya para profesional.

⁶Tidak peduli apa arti istilah-istilah ini, atau apa artinya. Sementara di depan umum klasifikasi ini diperlakukan dengan sangat hormat, secara pribadi kebanyakan orang dalam bisnis investasi menganggap mereka dengan penghinaan biasanya dicadangkan untuk lelucon yang tidak lucu.

Alih-alih, ketahuilah bahwa berinvestasi secara cerdas adalah tentang mengendalikan yang dapat dikendalikan. Anda tidak dapat mengontrol apakah saham atau dana yang Anda beli akan mengungguli pasar hari ini, minggu depan, bulan ini, atau tahun ini; dalam jangka pendek, pengembalian Anda akan selalu menjadi sandera bagi Mr. Market dan keinginannya. Tetapi Anda dapat mengontrol:

- biaya perantara Anda, dengan jarang berdagang, sabar, dan murah
- biaya kepemilikan Anda, dengan menolak membeli reksa dana dengan pengeluaran tahunan yang berlebihan
- harapan Anda, dengan menggunakan realisme, bukan fantasi, untuk memperkirakan pengembalian Anda⁷
- risiko Anda, dengan memutuskan berapa banyak total aset Anda yang akan terancam bahaya di pasar saham, dengan mendiversifikasi, dan dengan menyeimbangkan kembali
- tagihan pajak Anda, dengan memegang saham setidaknya selama satu tahun dan, bila memungkinkan, setidaknya selama lima tahun, untuk menurunkan kewajiban keuntungan modal Anda
- dan, yang terpenting, perilaku Anda sendiri.

Jika Anda mendengarkan TV keuangan, atau membaca sebagian besar kolumnis pasar, Anda akan berpikir bahwa investasi adalah semacam olahraga, atau perang, atau perjuangan untuk bertahan hidup di padang gurun yang tidak bersahabat. Tetapi berinvestasi bukan tentang mengalahkan orang lain dalam permainan mereka. Ini tentang mengendalikan diri Anda pada permainan Anda sendiri. Tantangan bagi investor yang cerdas bukanlah menemukan saham yang paling banyak naik dan turun paling sedikit, melainkan untuk mencegah diri Anda sendiri menjadi musuh terburuk Anda—dari membeli tinggi hanya karena Tuan Pasar mengatakan "Beli!" dan dari menjual rendah hanya karena Mr. Market mengatakan "Jual!"

Jika cakrawala investasi Anda panjang—setidaknya 25 atau 30 tahun—hanya ada satu pendekatan yang masuk akal: Beli setiap bulan, secara otomatis, dan kapan pun Anda dapat menyisihkan uang. Satu-satunya pilihan terbaik untuk kepemilikan seumur hidup ini adalah total dana indeks pasar saham. Jual hanya saat Anda membutuhkan uang tunai (untuk dorongan psikologis, potong dan tandatangi "Kontrak Pemilik Investasi" Anda—yang dapat Anda temukan di hal. 225).

Untuk menjadi investor yang cerdas, Anda juga harus menolak untuk menilai kesuksesan finansial Anda dari apa yang dilakukan sekelompok orang asing. Anda tidak lebih miskin satu sen pun jika seseorang di Dubuque atau Dallas atau Denver

Lihat kolom brilian oleh Walter Updegrave, “Keep It Real,” Money, Februari, 2002, hlm. 53–56.

mengalahkan S & P 500 dan Anda tidak. Tidak ada batu nisan yang bertuliskan “HE BEAT THE MARKET.”

Saya pernah mewawancarai sekelompok pensiunan di Boca Raton, salah satu komunitas pensiunan terkaya di Florida. Saya bertanya kepada orang-orang ini—kebanyakan berusia tujuh puluhan—apakah mereka telah mengalahkan pasar selama masa investasi mereka. Beberapa mengatakan ya, beberapa mengatakan tidak; sebagian besar tidak yakin. Kemudian seorang pria berkata, “Siapa yang peduli? Yang saya tahu adalah, investasi saya menghasilkan cukup bagi saya untuk berakhir di Boca.”

Mungkinkah ada jawaban yang lebih sempurna? Lagi pula, inti dari investasi bukanlah untuk mendapatkan lebih banyak uang daripada rata-rata, tetapi untuk mendapatkan cukup uang untuk memenuhi kebutuhan Anda sendiri. Cara terbaik untuk mengukur kesuksesan investasi Anda bukanlah dengan apakah Anda mengalahkan pasar tetapi dengan apakah Anda telah menyusun rencana keuangan dan disiplin perilaku yang mungkin membawa Anda ke tempat yang Anda inginkan. Pada akhirnya, yang penting bukanlah melewati garis finis sebelum orang lain, tetapi memastikan bahwa Anda melewatinya.⁸

KAU RM ON EY ANDY OU RB RAI N

Lalu, mengapa investor menganggap Mr. Market begitu menggoda? Ternyata otak kita dirancang untuk membawa kita ke dalam masalah investasi; manusia adalah hewan pencari pola. Psikolog telah menunjukkan bahwa jika Anda memberi orang urutan acak—dan memberi tahu mereka bahwa itu tidak dapat diprediksi—mereka akan tetap bersikeras untuk mencoba menebak apa yang akan terjadi selanjutnya. Demikian juga, kita “tahu” bahwa lemparan dadu berikutnya adalah tujuh, bahwa pemain bisbol akan melakukan pukulan dasar, bahwa angka pemenang berikutnya dalam lotere Powerball pasti adalah 4-27-9-16 -42-10—dan saham kecil yang panas ini adalah Microsoft berikutnya.

Penelitian baru yang inovatif dalam ilmu saraf menunjukkan bahwa otak kita dirancang untuk memahami tren bahkan di tempat yang mungkin tidak ada. Setelah suatu peristiwa terjadi hanya dua atau tiga kali berturut-turut, daerah otak manusia yang disebut anterior cingulate dan nucleus accumbens secara otomatis mengantisipasi bahwa hal itu akan terjadi lagi. Jika itu berulang, bahan kimia alami yang disebut dopamin dilepaskan, membanjiri otak Anda dengan euforia lembut. Jadi, jika suatu saham naik beberapa kali berturut-turut, Anda secara refleks mengharapkannya untuk terus berjalan—dan kimia otak Anda berubah.

⁸Lihat Jason Zweig, “Apakah Anda Mengalahkan Pasar?” Uang, Januari 2000, hal.

55–58.

saat saham naik, memberi Anda "tinggi alami." Anda secara efektif menjadi kecanduan prediksi Anda sendiri.

Tetapi ketika stok turun, kerugian finansial itu memicu amigdala Anda—bagian otak yang memproses ketakutan dan kecemasan dan menghasilkan respons "lawan atau lari" yang terkenal yang umum bagi semua hewan yang terpojok. Sama seperti Anda tidak dapat menahan detak jantung Anda agar tidak meningkat jika alarm kebakaran berbunyi, sama seperti Anda tidak dapat menghindari tersentak jika ular berbisa merayap ke jalur pendakian Anda, Anda tidak dapat menahan perasaan takut ketika harga saham jatuh.⁹

Faktanya, psikolog brilian Daniel Kahneman dan Amos Tversky telah menunjukkan bahwa rasa sakit karena kehilangan finansial lebih dari dua kali lebih kuat daripada kesenangan dari keuntungan yang setara. Menghasilkan \$1.000 dari saham terasa luar biasa—tetapi kerugian \$1.000 menimbulkan pukulan emosional lebih dari dua kali lipat. Kehilangan uang sangat menyakitkan sehingga banyak orang, takut akan kemungkinan kerugian lebih lanjut, menjual di dekat bagian bawah atau menolak untuk membeli lebih banyak.

Itu membantu menjelaskan mengapa kita terpaku pada besarnya penurunan pasar dan lupa untuk menempatkan kerugian secara proporsional. Jadi, jika seorang reporter TV berteriak, "Pasar jatuh—Dow turun 100 poin! kebanyakan orang secara naluriah bergidik. Tapi, pada level Dow baru-baru ini di 8.000, itu turun hanya 1,2%. Sekarang pikirkan betapa konyolnya kedengarannya jika, pada suatu hari ketika suhu di luar 81 derajat, petugas cuaca TV berteriak, "Suhunya turun—turun dari 81 derajat menjadi 80 derajat! Itu juga penurunan 1,2%. Ketika Anda lupa untuk melihat perubahan harga pasar dalam persentase, terlalu mudah untuk panik karena getaran kecil. (Jika Anda memiliki dekade investasi di depan Anda, ada cara yang lebih baik untuk memvisualisasikan siaran berita keuangan; lihat bilah sisi di hal. 222.)

Pada akhir 1990-an, banyak orang merasa bahwa mereka berada dalam kegelapan kecuali mereka memeriksa harga saham mereka beberapa kali sehari. Tetapi, seperti yang dikatakan Graham, investor tipikal "akan lebih baik jika sahamnya tidak memiliki kuota pasar sama sekali, karena dia akan terhindar dari penderitaan mental yang disebabkan oleh kesalahan penilaian orang lain.

⁹Ilmu saraf investasi dieksplorasi di Jason Zweig, "Apakah Anda Terhubung untuk Kekayaan?" Money, October, 2002, hlm. 74-83, juga tersedia di http://money.cnn.com/2002/09/25/pf/investing/agenda_brain_short/index.htm. Lihat juga Jason Zweig, "The Trouble with Humans," Money, November, 2000, hlm.

67–70.

NEWS ANDA BISA GUNAKAN

Saham sedang jatuh, jadi Anda menyalakan televisi untuk menangkap berita pasar terbaru. Tetapi alih-alih CNBC atau CNN, bayangkan Anda dapat mendengarkan Jaringan Keuangan Benjamin Graham. Di BGFN, audio tidak menangkap dentang masam yang terkenal dari bel penutupan pasar; video itu tidak menampilkan broker yang berlarian di lantai bursa seperti tikus yang marah. BGFN juga tidak menayangkan rekaman investor yang terengah-engah di trotoar beku saat panah merah melesat di atas ticker saham elektronik.

Sebaliknya, gambar yang memenuhi layar TV Anda adalah fasad New York Stock Exchange, dihiasi dengan spanduk besar bertuliskan: "DIJUAL! DISKON 50!" Sebagai musik intro, Bachman-Turner Overdrive terdengar menggelegar di beberapa bar barn-burner lama mereka, "You Ain't Seen Nothin' Yet." Kemudian pembawa berita mengumumkan dengan cerah, "Saham menjadi lebih menarik lagi hari ini, karena Dow turun lagi 2,5% pada volume yang besar — hari keempat berturut-turut bahwa saham menjadi lebih murah. Investor teknologi bernasib lebih baik, karena perusahaan terkemuka seperti Microsoft kehilangan hampir 5% pada hari itu, menjadikannya lebih terjangkau. Itu datang di atas kabar baik tahun lalu, di mana saham telah kehilangan 50%, menempatkan mereka pada tingkat tawar-menawar yang tidak terlihat selama bertahun-tahun. Dan beberapa analis terkemuka optimis bahwa harga mungkin turun lebih jauh dalam beberapa minggu dan bulan mendatang."

Siaran berita memotong ke ahli strategi pasar Ignatz Anderson dari perusahaan Wall Street Ketchum & Skinner, yang mengatakan, "Perkiraan saya adalah saham akan kehilangan 15% lagi pada bulan Juni. Saya sangat optimis bahwa jika semuanya berjalan dengan baik, saham bisa merugi 25%, mungkin lebih."

"Mari berharap Ignatz Anderson benar," kata pembawa acara dengan riang. "Turunnya harga saham akan menjadi berita luar biasa bagi investor mana pun dengan cakrawala yang sangat panjang. Dan sekarang ke Wally Wood untuk ramalan AccuWeather eksklusif kami."

ment.” Jika, setelah memeriksa nilai portofolio saham Anda pada 1:24P.M., Anda merasa terdorong untuk memeriksanya lagi pada 1:37P.M., tanyakan pada diri Anda pertanyaan-pertanyaan ini:

- Apakah saya menelepon agen real estat untuk memeriksa harga pasar rumah saya pada 1:24P.M.? Apakah saya menelepon kembali pada 1:37P.M.?
- Jika saya punya, apakah harganya akan berubah? Jika ya, apakah saya akan buru-buru menjual rumah saya?
- Dengan tidak memeriksa, atau bahkan mengetahui, harga pasar rumah saya dari menit ke menit, apakah saya mencegah nilainya naik dari waktu ke waktu?¹⁰

Satu-satunya jawaban yang mungkin untuk pertanyaan-pertanyaan ini tentu saja tidak! Dan Anda harus melihat portofolio Anda dengan cara yang sama. Selama jangka waktu investasi 10 atau 20 atau 30 tahun, coretan-coretan harian Mr. Market tidak menjadi masalah. Bagaimanapun, bagi siapa saja yang akan berinvestasi selama bertahun-tahun yang akan datang, penurunan harga saham adalah kabar baik, tidak buruk, karena memungkinkan Anda untuk membeli lebih banyak dengan lebih sedikit uang. Semakin lama dan semakin jauh saham jatuh, dan semakin mantap Anda terus membeli saat turun, semakin banyak uang yang akan Anda hasilkan pada akhirnya—jika Anda tetap teguh sampai akhir. Alih-alih takut akan pasar beruang, Anda harus menerimanya. Investor yang cerdas harus merasa sangat nyaman memiliki saham atau reksa dana bahkan jika pasar saham berhenti memasok harga harian selama 10 tahun ke depan.¹¹

Secara paradoks, “Anda akan jauh lebih memegang kendali,” jelas ahli saraf Antonio Damasio, “jika Anda menyadari betapa Anda tidak memegang kendali.” Dengan mengakui kecenderungan biologis Anda untuk membeli tinggi dan menjual rendah, Anda dapat mengakui kebutuhan untuk rata-rata biaya dolar, menyeimbangkan kembali, dan menandatangani kontrak investasi. Dengan menempatkan sebagian besar portofolio Anda pada autopilot permanen, Anda dapat melawan kecanduan prediksi, fokus pada tujuan keuangan jangka panjang Anda, dan menghilangkan perubahan suasana hati Mr. Market.

¹⁰Perlu juga ditanyakan apakah Anda dapat menikmati tinggal di rumah Anda jika harga pasarnya dilaporkan hingga sen terakhir setiap hari di surat kabar dan di TV.

"Dalam serangkaian eksperimen yang luar biasa di akhir 1980-an, seorang psikolog di Columbia dan Harvard, Paul Andreassen, menunjukkan bahwa investor yang sering menerima pembaruan berita tentang saham mereka memperoleh setengah pengembalian investor yang tidak mendapat berita sama sekali. Lihat Jason Zweig, "Inilah Cara Menggunakan Berita dan Menghilangkan Kebisingan," *Money*, Juli 1998, hlm. 63–64.

WHEN MR. MARKET MEMBERI SY OULE MONS, MAKE LEMONADE

Meskipun Graham mengajarkan bahwa Anda harus membeli ketika Mr. Market berteriak "jual", ada satu pengecualian yang perlu dipahami oleh investor cerdas. Menjual ke pasar beruang bisa masuk akal jika itu menciptakan rejeki nomplok pajak. Kode Pendapatan Internal AS memungkinkan Anda untuk menggunakan kerugian yang Anda realisasikan (setiap penurunan nilai yang Anda kunci dengan menjual saham Anda) untuk mengimbangi hingga \$3.000 dalam pendapatan biasa.¹² Katakanlah Anda membeli 200 lembar saham Coca-Cola pada Januari 2000 seharga \$60 per lembar—total investasi sebesar \$12.000. Pada akhir tahun 2002, sahamnya turun menjadi \$44 per saham, atau \$8.800 untuk lot Anda—kerugian \$3.200.

Anda bisa saja melakukan apa yang dilakukan kebanyakan orang—baik mengeluh tentang kehilangan Anda, atau menyembunyikannya di bawah karpet dan berpura-pura itu tidak pernah terjadi. Atau Anda bisa mengambil kendali. Sebelum tahun 2002 berakhir, Anda bisa saja menjual semua saham Coke Anda, mengunci kerugian \$3.200. Kemudian, setelah menunggu 31 hari untuk mematuhi aturan IRS, Anda akan membeli 200 lembar Coke lagi. Hasilnya: Anda akan dapat mengurangi penghasilan kena pajak Anda sebesar \$3.000 pada tahun 2002, dan Anda dapat menggunakan sisanya

Kerugian \$200 untuk mengimbangi pendapatan Anda pada tahun 2003. Dan lebih baik lagi, Anda masih akan memiliki perusahaan yang masa depannya Anda yakini—tetapi sekarang Anda akan memilikinya hampir sepertiga lebih sedikit daripada yang Anda bayarkan pertama kali.¹³

Dengan Paman Sam mensubsidi kerugian Anda, masuk akal untuk menjual dan mengunci kerugian. Jika Paman Sam ingin membuat Mr. Market terlihat logis dengan perbandingan, kepada siapa kita harus mengadu?

¹²Hukum pajak federal tunduk pada perubahan konstan. Contoh saham Coca-Cola yang diberikan di sini berlaku berdasarkan ketentuan kode pajak AS seperti yang berlaku di awal tahun 2003.

¹³Contoh ini mengasumsikan bahwa investor tidak memiliki keuntungan modal yang direalisasikan dalam

2002 dan tidak menginvestasikan kembali dividen Coke. Pertukaran pajak tidak boleh dilakukan dengan mudah, karena dapat dengan mudah ditangani dengan salah. Sebelum melakukan swap pajak, baca Publikasi IRS 550 (www.irs.gov/pub/irspdf/p550.pdf). Panduan yang baik

untuk mengelola pajak investasi Anda adalah Robert N. Gordon bersama Jan M. Rosen, *Rahasia Wall Street untuk Investasi Efisien Pajak* (Bloomberg Press, Princeton, New Jersey, 2001). Terakhir, sebelum Anda menarik pelatuknya, konsultasikan dengan penasihat pajak profesional.

SAYA NVESTMENT OWNER'S CONTRACT

Saya, , dengan ini menyatakan bahwa saya adalah seorang investor yang ingin mengumpulkan kekayaan selama bertahun-tahun ke depan.

Saya tahu bahwa akan ada saat-saat ketika saya tergoda untuk berinvestasi dalam saham atau obligasi karena harganya telah (atau "akan naik"), dan di lain waktu ketika saya tergoda untuk menjual investasi saya karena mereka telah pergi. (atau "akan") turun.

Dengan ini saya menyatakan penolakan saya untuk membiarkan sekelompok orang asing membuat keputusan keuangan saya untuk saya. Selanjutnya saya membuat komitmen yang sungguh-sungguh untuk tidak pernah berinvestasi karena pasar saham telah naik, dan tidak pernah menjual karena telah turun. Sebagai gantinya, saya akan menginvestasikan \$.00 per bulan, setiap bulan, melalui rencana investasi otomatis atau "program rata-rata biaya dolar", ke dalam reksa dana atau portofolio terdiversifikasi berikut:

—

—

—

Saya juga akan menginvestasikan jumlah tambahan setiap kali saya mampu menyisihkan uang tunai (dan mampu kehilangannya dalam jangka pendek).

Dengan ini saya menyatakan bahwa saya akan menahan setiap investasi ini secara terus-menerus setidaknya hingga tanggal berikut (yang harus minimal 10 tahun setelah tanggal kontak ini);, 20. Satu-satunya pengecualian yang diperbolehkan menurut ketentuan kontrak ini adalah kebutuhan mendadak dan mendesak akan uang tunai, seperti keadaan darurat perawatan kesehatan atau kehilangan pekerjaan saya, atau pengeluaran yang direncanakan seperti uang muka perumahan atau tagihan sekolah.

Saya, dengan menandatangani di bawah ini, menyatakan niat saya tidak hanya untuk mematuhi ketentuan kontrak ini, tetapi untuk membaca kembali dokumen ini setiap kali saya tergoda untuk menjual investasi saya.

Kontrak ini hanya berlaku jika ditandatangani oleh setidaknya satu saksi, dan harus disimpan di tempat yang aman yang mudah diakses untuk referensi di masa mendatang.

Ditandatangani: Tanggal:

_____, 20_____

Saksi:

BAB 9

Berinvestasi dalam Reksa Dana

HAI Tentu saja terbuka untuk investor defensif adalah memasukkan uangnya ke dalam investasi-saham perusahaan. Mereka yang dapat ditebus sesuai permintaan oleh pemegangnya, pada nilai aset bersih, umumnya dikenal sebagai "reksa dana" (atau "dana terbuka"). Sebagian besar secara aktif menjual saham tambahan melalui korps salesman. Mereka yang memiliki saham yang tidak dapat ditebus disebut perusahaan atau dana "tertutup"; jumlah saham mereka tetap relatif konstan. Semua dana penting apa pun terdaftar di Securities & Exchange Commission (SEC), dan tunduk pada peraturan dan kontrolnya.*

Industri ini sangat besar. Pada akhir tahun 1970 ada 383 dana terdaftar di SEC, memiliki aset senilai \$54,6 miliar singa. Dari 356 perusahaan ini, dengan \$50,6 miliar, saling menguntungkan dana, dan 27 perusahaan dengan \$4,0 miliar, ditutup-akhir.†

Ada berbagai cara untuk mengklasifikasikan dana. Salah satunya oleh pembagian portofolio yang luas; mereka adalah "dana berimbang" jika mereka memiliki komponen obligasi yang signifikan (umumnya sekitar sepertiga), atau "dana-saham" jika kepemilikannya hampir seluruhnya merupakan saham biasa. (Ada beberapa varietas lain di sini, seperti "dana obligasi", "lindung nilai"

* Merupakan pelanggaran hukum Federal untuk reksa dana terbuka, dana tertutup, atau dana yang diperdagangkan di bursa untuk menjual saham kepada publik kecuali telah "terdaftar" (atau membuat pengajuan keuangan wajib) dengan SEC .

Industri dana telah berubah dari "sangat besar" menjadi sangat besar. Di akhir tahun

2002, ada 8.279 reksa dana yang memegang \$6,56 triliun; 514 dana tertutup dengan aset \$149,6 miliar; dan 116 dana pertukaran-perdagangan atau ETF dengan \$109,7 miliar. Angka-angka ini tidak termasuk investasi seperti dana seperti anuitas variabel dan perwalian investasi unit.

dana," "dana surat-saham," dll.)* Lain adalah dengan tujuan mereka, karena tujuan utama mereka adalah untuk pendapatan, stabilitas harga, atau apresiasi modal ("pertumbuhan"). Perbedaan lain adalah dengan metode penjualan mereka. "Muat dana" menambahkan biaya penjualan (umumnya sekitar 9% dari nilai aset pada pembelian minimum) ke nilai sebelum biaya.¹ Lainnya, yang dikenal sebagai dana "tanpa beban", tidak mengenakan biaya seperti itu; manajemen puas dengan biaya konsultasi investasi biasa untuk menangani modal. Karena mereka tidak dapat membayar komisi salesman, ukuran dana tanpa beban cenderung rendah.[†] Harga beli dan jual dana tertutup tidak ditentukan oleh perusahaan, tetapi berfluktuasi di pasar terbuka seperti halnya saham perusahaan biasa.

Sebagian besar perusahaan beroperasi di bawah ketentuan khusus undang-undang pajak penghasilan, yang dirancang untuk membebaskan pemegang saham dari pengenaan pajak berganda atas penghasilan mereka. Akibatnya, dana tersebut harus membayar hampir semua pendapatan biasa mereka—yaitu, dividen dan bunga yang diterima, dikurangi pengeluaran. Selain itu, mereka dapat membayar realisasi keuntungan jangka panjang mereka atas penjualan investasi—dalam bentuk "dividen keuntungan modal"—yang diperlakukan oleh pemegang saham seolah-olah itu adalah keuntungan keamanannya sendiri. (Ada pilihan lain di sini, yang kami hilangkan untuk menghindari kekacauan.)[‡] Hampir semua dana hanya memiliki satu kelas

* Daftar jenis reksa dana utama dapat ditemukan di www.ici.org/pdf/g2understanding.pdf dan <http://news.morningstar.com/fundReturns/KategoriPengembalian.html>.

Dana surat-saham tidak ada lagi, sementara dana lindung nilai umumnya dilarang oleh aturan SEC untuk menjual saham kepada investor mana pun yang pendapatannya di bawah \$ 200.000 atau yang kekayaannya bersihnya di bawah \$ 1 juta.

Saat ini, beban penjualan maksimum reksa dana saham cenderung sekitar 5,75%. Jika Anda menginvestasikan \$10.000 dalam dana dengan beban penjualan 5,75% tetap, \$575 akan diberikan kepada orang (dan perusahaan pialang) yang menjualnya kepada Anda, sehingga Anda memiliki investasi bersih awal sebesar \$9,425. Biaya penjualan \$575 sebenarnya adalah 6,1% dari jumlah itu, itulah sebabnya Graham menyebut cara standar menghitung biaya sebagai "gimmick

penjualan." Sejak tahun 1980-an, dana tanpa beban menjadi populer, dan tidak lagi cenderung lebih kecil daripada dana beban.

Hampir setiap reksa dana saat ini dikenakan pajak sebagai "perusahaan investasi yang diatur", atau RIC, yang dibebaskan dari pajak penghasilan badan selama ia membayar seluruh pendapatannya kepada pemegang sahamnya. Dalam "opsi" itu

keamanan yang luar biasa. Sebuah kerut baru, diperkenalkan pada tahun 1967, membagi kapitalisasi menjadi masalah pilihan, yang akan menerima semua pendapatan biasa, dan masalah modal, atau saham biasa, yang akan menerima semua keuntungan dari penjualan sekuritas. (Ini disebut “dana tujuan ganda.”)*

Banyak perusahaan yang menyatakan tujuan utama mereka adalah untuk mendapatkan keuntungan modal berkonsentrasi pada pembelian yang disebut “saham pertumbuhan,” dan mereka sering memiliki kata “pertumbuhan” dalam nama mereka. Beberapa mengkhususkan diri di area yang ditentukan seperti bahan kimia, penerbangan, investasi luar negeri; ini biasanya ditunjukkan dalam judul mereka.

Investor yang ingin membuat komitmen cerdas dalam reksa dana memiliki berbagai pilihan yang besar dan agak membingungkan di hadapannya—tidak terlalu berbeda dengan yang ditawarkan dalam investasi langsung. Dalam bab ini kita akan membahas beberapa pertanyaan utama, yaitu:

1. Apakah ada cara dimana investor dapat memastikan dirinya mendapatkan hasil yang lebih baik dari rata-rata dengan memilih dana yang tepat? (Pertanyaan berikutnya: Bagaimana dengan “dana kinerja”?)†

2. Jika tidak, bagaimana dia bisa menghindari memilih dana yang akan memberinya hasil yang lebih buruk daripada rata-rata?

3. Dapatkah dia membuat pilihan cerdas antara berbagai jenis dana—misalnya, seimbang versus semua-saham, terbuka versus tertutup, beban versus tanpa beban?

Graham menghilangkan “untuk menghindari kekacauan,” sebuah dana dapat meminta izin khusus kepada SEC untuk mendistribusikan salah satu kepemilikannya secara langsung kepada pemegang saham dana tersebut—seperti yang dilakukan Graham-Newman Corp. pada tahun 1948, membagi-bagikan saham di GEICO ke Graham- investor Newman sendiri. Distribusi semacam ini sangat jarang.

* Dana tujuan ganda, populer di akhir 1980-an, pada dasarnya telah hilang dari pasar—sayang sekali, karena mereka menawarkan investor cara yang lebih fleksibel untuk memanfaatkan keterampilan pemetik saham hebat seperti John Neff. Mungkin pasar beruang baru-baru ini akan mengarah pada kebangkitan kendaraan investasi yang menarik ini.

“Dana kinerja” sangat populer di akhir tahun 1960-an. Mereka setara dengan dana pertumbuhan agresif akhir 1990-an, dan melayani investor mereka tidak lebih baik.

Kinerja Reksa Dana Secara Keseluruhan

Sebelum mencoba menjawab pertanyaan-pertanyaan ini, kita harus mengatakan sesuatu tentang kinerja industri reksa dana secara keseluruhan. Apakah ia melakukan pekerjaan dengan baik untuk pemegang sahamnya? Secara umum, bagaimana nasib investor reksa dana dibandingkan dengan mereka yang melakukan investasi secara langsung? Kami cukup yakin bahwa dana secara agregat telah melayani tujuan yang bermanfaat. Mereka telah mempromosikan kebiasaan menabung dan investasi yang baik; mereka telah melindungi banyak orang dari kesalahan yang merugikan di pasar saham; mereka telah membawa pendapatan dan keuntungan peserta mereka sepadan dengan pengembalian keseluruhan dari saham biasa. Secara komparatif, kami berani menebak bahwa rata-rata individu yang menempatkan uangnya secara eksklusif dalam saham dana investasi dalam sepuluh tahun terakhir memiliki nasib yang lebih baik daripada rata-rata orang yang melakukan pembelian saham biasa secara langsung.

Poin terakhir mungkin benar meskipun kinerja reksa dana yang sebenarnya tampaknya tidak lebih baik dari saham biasa secara keseluruhan, dan meskipun biaya investasi reksa dana mungkin lebih besar daripada biaya investasi reksa dana. pembelian langsung. Pilihan sebenarnya dari rata-rata individu bukanlah antara membangun dan memperoleh portofolio saham biasa yang seimbang atau melakukan hal yang sama, sedikit lebih mahal, dengan membeli dana tersebut. Kemungkinan besar pilihannya adalah antara mengalah pada tipu muslihat penjual reksa dana yang menyembunyikan bel pintu di satu sisi, daripada mengalah pada penjaja yang lebih licik dan jauh lebih berbahaya dari penawaran baru kelas dua dan tiga. Kita juga tidak bisa tidak berpikir, bahwa rata-rata individu yang membuka rekening perantara dengan gagasan untuk melakukan investasi saham biasa yang konservatif kemungkinan akan menemukan dirinya diliputi oleh pengaruh yang tidak diinginkan ke arah spekulasi dan kerugian spekulatif; godaan ini harus jauh lebih sedikit bagi pembeli reksa dana.

Tetapi bagaimana kinerja dana investasi dibandingkan dengan pasar umum? Ini adalah topik yang agak kontroversial, tetapi kami akan mencoba menanganinya dengan cara yang sederhana namun memadai. Tabel 9-1 memberikan beberapa hasil perhitungan untuk tahun 1961–1970 dari sepuluh dana saham terbesar kami pada akhir

tahun 1970, tetapi hanya memilih yang terbesar dari setiap grup manajemen. Ini merangkum keseluruhan pengembalian masing-masing dana ini untuk tahun 1961–1965, 1966–1970, dan untuk tahun-tahun tunggal

TSANGGUP 9-1 Pengelolaan Hasil dari Ten Besar Saling Dana^{sebuah}

	(Terindikas i) 5 tahun, 1961–1965	5 tahun, 1966–1970	10 tahun, 1961–1970 (semu	1969	1970	Aktiva Bersih, Desember 1970
Dana Afiliasi	71%	+19,7%	105,3%	-14,3%	+2,2%	\$1.600
Dreyfus	97	+18.7	135.4	-11.9	-6.4	2.232
Dana Kesetiaan	79	+31,8	137.1	-7.4	+2.2	819
Inv. Dasar	79	+ 1.0	81.3	-12,7	-5.8	1.054
Menginvestasikan. Co	82	+37.9	152.2	-10.6	+2.3	1.168
Dana Saham Investor	54	+ 5.6	63.5	-80,0	-7.2	2.227
Inv. Memercayai	18	+16.2	44.2	- 4.0	+0.6	1,956
Investor Nasional	61	+31.7	112.2	+ 4.0	-9.1	747
Pertumbuhan Putnam	62	+22.3	104.0	-13.3	-3.8	684
Akum Bersatu.	74	- 2.0	72,7	-10.3	-2.9	1.141
Rata-rata	72	18.3	105.8	- 8.9	-2.2	\$13.628 (total)
Standar & Miskin						
indeks komposit	77	+16.1	104.7	- 8.3	+3.5	
DJIA	78	+ 2.9	83.0	-11.6	+8.7	

^{sebuah}Ini adalah dana saham dengan aset bersih terbesar pada akhir tahun 1970, tetapi hanya menggunakan satu dana dari setiap kelompok manajemen. Data disediakan oleh Wiesenberger Financial Services.

1969 dan 1970. Kami juga memberikan hasil rata-rata berdasarkan jumlah satu saham dari masing-masing sepuluh dana. Perusahaan-perusahaan ini memiliki aset gabungan lebih dari \$15 miliar pada akhir tahun 1969, atau sekitar sepertiga dari semua dana saham biasa. Dengan demikian mereka harus cukup mewakili industri secara keseluruhan. (Secara teori, harus ada bias dalam daftar ini di sisi kinerja industri yang lebih baik, karena perusahaan yang lebih baik ini seharusnya berhak atas ekspansi yang lebih cepat daripada yang lain; tetapi ini mungkin tidak terjadi dalam praktiknya.)

Beberapa fakta menarik dapat dikumpulkan dari tabel ini. Pertama, kami menemukan bahwa hasil keseluruhan dari sepuluh dana ini untuk tahun 1961-1970 tidak jauh berbeda dari hasil rata-rata komposit 500 saham Standard & Poor (atau rata-rata saham industri S&P 425). Tapi mereka jelas lebih baik daripada DJIA. (Hal ini menimbulkan pertanyaan menarik mengapa 30 raksasa di DJIA melakukan lebih buruk daripada daftar yang jauh lebih banyak dan tampaknya agak lain-lain yang digunakan oleh Standard & Poor's.)* Poin kedua adalah bahwa kinerja agregat dana dibandingkan dengan S & Indeks P sedikit membaik dalam lima tahun terakhir, dibandingkan dengan lima tahun sebelumnya. Keuntungan dana berjalan sedikit lebih rendah dari S & P di

1961-1965 dan sedikit lebih tinggi dari S&P pada 1966-1970. Poin ketiga adalah bahwa ada perbedaan besar antara hasil dana individu.

Kami tidak berpikir industri reksa dana dapat dikritik karena tidak lebih baik dari pasar secara keseluruhan. Manajer mereka dan pesaing profesional mereka mengelola sebagian besar dari semua saham biasa yang dapat dipasarkan sehingga apa yang terjadi pada pasar secara keseluruhan pasti terjadi (kurang lebih) pada jumlah dana mereka. (Perhatikan bahwa aset perwalian bank komersial yang diasuransikan termasuk \$ 181 miliar saham biasa pada akhir tahun 1969; jika kita menambahkan ini saham biasa dalam rekening yang ditangani oleh penasihat investasi, ditambah \$ 56 miliar reksa dana dan dana serupa, kita harus menyimpulkan bahwa keputusan gabungan dari para profesional ini cukup baik menentukan pergerakan rata-rata saham, dan bahwa

* Untuk periode selama 10 tahun, pengembalian Dow dan S&P 500 dapat berbeda dengan margin yang cukup lebar. Namun, selama masa investasi tipikal—katakanlah 25 hingga 50 tahun—pengembaliannya cenderung bertemu cukup dekat.

pergerakan rata-rata saham cukup baik menentukan dana ' hasil agregat.)

Apakah ada dana yang lebih baik dari rata-rata dan dapatkah investor memilih?

ini untuk mendapatkan hasil yang lebih baik untuk dirinya sendiri? Jelas semua

investor tidak dapat melakukan ini, karena dalam hal ini kami akan segera

kembali di mana kita mulai, dengan tidak ada yang melakukan lebih baik dari orang lain.

Mari kita pertimbangkan pertanyaannya terlebih dahulu dengan cara yang disederhanakan. Mengapa

tidakkah seharusnya investor mencari tahu dana apa yang telah membuat pertunjukan terbaik-

ing lot selama periode tahun yang cukup di masa lalu, asumsikan dari sini bahwa manajemennya adalah yang paling mampu dan akan ada-

lakukan lebih baik daripada rata-rata di masa depan, dan masukkan uangnya ke dalamnya

dana? Ide ini tampak lebih praktis karena, dalam kasus ini reksa dana, dia bisa mendapatkan "manajemen yang paling mampu ini

ment" tanpa membayar premi khusus untuk itu sebagai lawan dari dana lainnya. (Sebaliknya, di antara perusahaan noninvestasi, perusahaan yang dikelola dengan baik menjual dengan harga yang sama tinggi di

kaitannya dengan pendapatan dan aset mereka saat ini.)

Bukti tentang hal ini telah bertentangan selama bertahun-tahun.

Tetapi Tabel 9-1 kami yang mencakup sepuluh dana terbesar menunjukkan bahwa

hasil yang ditunjukkan oleh lima pemain terbaik tahun 1961-1965 terbawa

secara keseluruhan melalui 1966-1970, meskipun dua dari set ini tidak lakukan serta dua dari lima lainnya. Studi kami menunjukkan bahwa investor di reksa dana saham dapat benar mempertimbangkan perbandingan

kinerja yang baik selama beberapa tahun di masa lalu, katakanlah setidaknya lima,

asalkan data tidak mewakili gerakan ke atas bersih yang besar dari

pasar secara keseluruhan. Dalam kasus terakhir ini sangat menguntungkan hasil dapat dicapai dengan cara yang tidak lazim—seperti yang akan ditunjukkan dimulai di bagian berikut tentang dana "kinerja". Seperti hasil itu sendiri mungkin hanya menunjukkan bahwa manajer dana adalah mengambil risiko spekulatif yang tidak semestinya, dan lolos dari *saat ini*.

Dana “Kinerja”

Salah satu fenomena baru dalam beberapa tahun terakhir adalah munculnya kultus “kinerja” dalam pengelolaan dana investasi (bahkan banyak dana perwalian). Kita harus memulai bagian ini dengan penafian penting bahwa itu tidak berlaku untuk sebagian besar dana mapan, tetapi hanya untuk yang relatif kecil.

bagian dari industri yang telah menarik jumlah perhatian yang tidak proporsional. Ceritanya cukup sederhana. Beberapa dari mereka yang bertanggung jawab berusaha mendapatkan hasil yang jauh lebih baik daripada rata-rata (atau DJIA). Mereka berhasil melakukan ini untuk sementara waktu, mengumpulkan publisitas yang cukup besar dan dana tambahan untuk dikelola. Tujuannya cukup sah; Sayangnya, tampaknya, dalam konteks menginvestasikan dana yang sangat besar, tujuan tersebut tidak dapat dicapai tanpa menimbulkan risiko yang cukup besar. Dan dalam waktu yang relatif singkat, risiko-risiko itu muncul kembali.

Beberapa keadaan di sekitar fenomena "pertunjukan" menyebabkan gelengan kepala yang tidak menyenangkan oleh kita yang pengalamannya jauh ke belakang — bahkan hingga tahun 1920-an — dan yang pandangannya, karena alasan itu, dianggap kuno dan tidak relevan dengan ini (kedua) "Era baru." Pertama-tama, dan pada titik ini, hampir semua pemain brilian ini adalah pria muda — berusia tiga puluhan dan empat puluhan — yang pengalaman keuangan langsungnya terbatas pada pasar bull terus menerus pada tahun 1948–1968. Kedua, mereka sering bertindak seolah-olah definisi dari "investasi yang sehat" adalah saham yang kemungkinan besar akan mengalami kenaikan yang baik di pasar dalam beberapa bulan ke depan. Hal ini menyebabkan komitmen besar dalam usaha baru dengan harga yang sama sekali tidak proporsional dengan aset mereka atau pendapatan yang tercatat.

Bagian ini tidak akan menyebut nama orang. Tetapi kami memiliki setiap alasan untuk memberikan contoh nyata dari perusahaan. "Dana kinerja" yang paling di mata publik tidak diragukan lagi adalah Manhattan Fund, Inc., yang diselenggarakan pada akhir tahun 1965. Penawaran pertamanya adalah 27 juta saham dengan harga \$9,25 sampai \$10 per saham. Perusahaan ini memulai dengan modal \$ 247 juta. Penekanannya tentu saja pada capital gain. Sebagian besar dananya diinvestasikan dalam masalah yang dijual dengan pengganda tinggi dari pendapatan saat ini, tidak membayar dividen (atau yang sangat kecil), dengan pengikut spekulatif yang besar dan pergerakan harga yang spektakuler. Dana tersebut menunjukkan keuntungan keseluruhan sebesar 38,6% pada tahun 1967, dibandingkan dengan 11% untuk indeks komposit S&P. Tetapi setelah itu kinerjanya masih jauh dari yang diinginkan, seperti yang ditunjukkan pada Tabel 9-2.

TABEL 9-2 Portofolio dan Kinerja Dana Kinerja

(Kepemilikan Lebih Besar Dana Manhattan, 31 Desember 1969)

<i>Saham yang Dimiliki (ribuan)</i>	<i>Masalah</i>	<i>Harga</i>	<i>diperoleh</i>	<i>Dividen 1969</i>	<i>Nilai Pasar (jutaan)</i>
60	Teleprompter	99	\$0,99	tidak	\$6.0
190	deltone	60½	2.32	tidak	11.5
280	Fedder	34	1.28	\$ 0,35	9.5
105	Horison Corp.	53½	2.68	tidak	5.6
150	Rouse Co.	34	.07	tidak	5.1
130	Mattel Inc.	64¼	1.11	.20	8.4
120	polaroid	125	1.90	.32	15.0
244 ^{sebuah}	Nat'l Student Mkt'g	28½	.32	tidak	6.1
56	TelexCorp.	90½	.68	tidak	5.0
100	Bausch & Lomb	77¼	1.92	.80	7.8
190	Keperawatan Empat	66	.80	tidak	12.3 ^b
20	Int. Bis. Mesin	365	8.21	3.60	7.3
41.5	Kasir Nat'l	160	1.95	1.20	6.7
100	Saxon Ind.	109	3.81	tidak	10.9
105	Akademi Karir	50	.43	tidak	5.3
285	Sumber Daya Raja	28	.69	tidak	8.1
					\$130,6
					Saham biasa lainnya 93.8
					Kepemilikan lainnya 19,6
					Total investasi \$244.0

^aSetelah pembagian 2-untuk-1.^bJuga \$1,1 juta saham terafiliasi.^cTidak termasuk setara kas.**Kinerja Tahunan Dibandingkan dengan Indeks Komposit S & P**

	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Dana Manhattan	- 6%	+38,6%	- 7.3%	-13,3%	-36,9%	+ 9,6%
Komposit S & P	-10.1%	+23,0%	+10,4%	- 8,3%	+ 3.5%	+13,5%

Portofolio Dana Manhattan pada akhir tahun 1969 tidak ortodoks untuk sedikitnya. Adalah fakta yang luar biasa bahwa dua dari investasi terbesarnya berada di perusahaan yang mengajukan kebangkrutan dalam waktu enam bulan sesudahnya, dan yang ketiga menghadapi tindakan kreditur dalam

1971. Adalah fakta luar biasa lainnya bahwa saham dari setidaknya satu dari perusahaan-perusahaan yang hancur ini dibeli tidak hanya oleh dana investasi tetapi juga oleh dana abadi universitas, departemen perwalian dari lembaga perbankan besar, dan sejenisnya.* Fakta luar biasa ketiga adalah bahwa pendiri-manajer Manhattan Fund menjual sahamnya di sebuah perusahaan manajemen yang diorganisir secara terpisah ke perusahaan besar lain dengan harga lebih dari \$20 juta dalam sahamnya; pada saat itu perusahaan manajemen yang dijual memiliki aset kurang dari \$1 juta. Ini tidak diragukan lagi salah satu perbedaan terbesar sepanjang masa antara hasil untuk "manajer" dan "manajer."

Sebuah buku yang diterbitkan pada akhir tahun 1969² memberikan profil sembilan belas pria "yang berada di puncak permainan yang menuntut pengelolaan miliaran dolar uang orang lain". Ringkasan tersebut memberi tahu kami lebih lanjut bahwa "mereka masih muda . . . beberapa menghasilkan lebih dari satu juta dolar setahun. . . mereka adalah jenis keuangan baru. . . mereka semua memiliki daya tarik total dengan pasar. . . dan bakat spektakuler untuk menghasilkan pemenang." Sebuah gambaran yang cukup baik tentang capaian kelompok teratas ini dapat diperoleh dengan menelaah hasil publikasi dari dana yang mereka kelola. Hasil tersebut tersedia untuk dana yang diarahkan oleh dua belas dari sembilan belas orang yang dijelaskan dalam *The Money Managers*. Biasanya cukup, mereka muncul dengan baik di

1966, dan gemilang pada 1967. Pada 1968 kinerja mereka masih bagus secara agregat, tetapi campuran dana individu. Pada tahun 1969 mereka semua menunjukkan kerugian, dengan hanya satu yang berhasil sedikit lebih baik daripada indeks komposit S&P. Pada tahun 1970 kinerja komparatif mereka bahkan lebih buruk daripada tahun 1969.

* Salah satu "perusahaan terkutuk" yang dimaksud Graham adalah National Student Marketing Corp., sebuah permainan penipu yang menyamar sebagai saham, yang kisahnya diceritakan dengan cemerlang dalam *The Funny Money Game* karya Andrew Tobias (Playboy Press, New York, 1971). Di antara investor

yang dianggap cangih yang ditipu oleh pendiri karismatik NSM, Cort Randell, adalah dana abadi Cornell dan Harvard dan departemen kepercayaan di bank-bank bergensi seperti Morgan Guaranty dan Bankers Trust.

Kami telah menyajikan gambar ini untuk menunjukkan moral, yang mungkin paling baik diungkapkan oleh pepatah Prancis kuno: *Plus a change, plus c'est la même chose*. Orang-orang yang cerdas dan energik—biasanya cukup muda—telah berjanji untuk melakukan keajaiban dengan “uang orang lain” sejak dahulu kala. Mereka biasanya mampu melakukannya untuk sementara waktu—atau setidaknya tampak telah melakukannya—dan pada akhirnya mereka tak terhindarkan membawa kerugian bagi publik mereka.* Sekitar setengah abad yang lalu, “keajaiban” sering disertai dengan kata-kata yang mencolok, manipulasi, pelaporan perusahaan yang menyesatkan, struktur kapitalisasi yang keterlaluan, dan praktik keuangan semi-penipuan lainnya. Semua ini membawa pada sistem kontrol keuangan yang rumit oleh SEC, serta sikap hati-hati terhadap saham biasa di pihak masyarakat umum. Operasi “manajer uang” baru pada tahun 1965–1969 terjadi sedikit lebih dari satu generasi penuh setelah kejahatan 1926–1929.† Malpraktik spesifik yang dilarang setelah kecelakaan 1929 tidak lagi dilakukan—mereka melibatkan risiko dari hukuman penjara. Namun di banyak sudut Wall Street mereka digantikan oleh gadget dan gimmick yang lebih baru yang pada akhirnya menghasilkan hasil yang sangat mirip. Manipulasi harga langsung menghilang, tetapi ada banyak metode lain untuk menarik perhatian publik yang mudah tertipu pada kemungkinan keuntungan dalam isu-isu “panas”. Blok “stok surat” Namun di banyak sudut Wall Street mereka digantikan oleh gadget dan gimmick yang lebih baru yang pada akhirnya menghasilkan hasil yang sangat mirip. Manipulasi harga langsung menghilang, tetapi ada banyak metode lain untuk menarik perhatian publik yang mudah tertipu pada kemungkinan keuntungan dalam isu-isu “panas”. Blok “stok surat” Namun di banyak sudut Wall Street mereka digantikan oleh gadget dan gimmick yang lebih baru yang pada akhirnya menghasilkan hasil yang sangat mirip. Manipulasi harga langsung menghilang, tetapi ada banyak metode lain untuk menarik perhatian publik yang mudah tertipu pada kemungkinan keuntungan dalam isu-isu “panas”. Blok “stok surat”⁶ dapat dibeli jauh di bawah harga pasar yang dikutip, tunduk pada pembatasan yang tidak diungkapkan atas penjualannya; mereka dapat segera dibawa dalam laporan dengan nilai pasar penuh mereka, menunjukkan keuntungan yang indah dan ilusi. Dan seterusnya. Dia

* Sebagai bukti terbaru bahwa “semakin banyak hal berubah, semakin mereka tetap sama”, pertimbangkan bahwa Ryan Jacob, bocah lelaki berusia 29 tahun, meluncurkan Dana Internet Jacob pada akhir tahun 1999, setelah memproduksi 216 % pengembalian dana dot-com sebelumnya. Investor menggelontorkan hampir \$300 juta ke dalam dana Jacob dalam beberapa minggu pertama tahun 2000. Kemudian terus merugi 79,1% pada tahun 2000, 56,4% pada tahun 2001, dan 13% pada tahun 2002—keruntuhan kumulatif dari

92%. Kerugian itu mungkin membuat investor Mr. Jacob bahkan lebih tua dan lebih bijaksana daripada dirinya.

Menariknya, ledakan dan kehancuran yang menghancurkan tahun 1999–2002 juga terjadi kira-kira 35 tahun setelah siklus kegilaan sebelumnya. Mungkin dibutuhkan sekitar

35 tahun bagi investor yang mengingat kegemaran "Ekonomi Baru" terakhir menjadi kurang berpengaruh dibandingkan mereka yang tidak. Jika intuisi ini benar, investor yang cerdas harus sangat waspada sekitar tahun 2030.

menakjubkan bagaimana, dalam suasana peraturan dan larangan yang sama sekali berbeda, Wall Street mampu menduplikasi begitu banyak eksekusi dan kesalahan tahun 1920-an.

Tidak diragukan lagi akan ada peraturan baru dan larangan baru. Pelanggaran khusus pada akhir 1960-an akan cukup dilarang dari Wall Street. Tetapi mungkin terlalu berlebihan untuk berharap bahwa dorongan untuk berspekulasi akan hilang, atau bahwa eksploitasi terhadap dorongan itu dapat dihapuskan. Adalah bagian dari persenjataan investor yang cerdas untuk mengetahui tentang "Delusi Populer Luar Biasa" ini,⁴ dan untuk menjaga sejauh mungkin dari mereka.

Gambaran sebagian besar dana kinerja adalah buruk jika kita mulai setelah rekor spektakuler mereka pada tahun 1967. Dengan memasukkan angka-angka tahun 1967, penampilan mereka secara keseluruhan sama sekali tidak buruk. Atas dasar itu, salah satu operator "The Money Managers" melakukan sedikit lebih baik daripada indeks komposit S&P, tiga melakukan lebih buruk, dan enam melakukan hal yang sama. Mari kita lihat kelompok dana kinerja lainnya—sepuluh yang menunjukkan kinerja terbaik pada tahun 1967, dengan keuntungan mulai dari 84% hingga 301% dalam satu tahun itu. Dari jumlah tersebut, empat memberikan kinerja empat tahun keseluruhan yang lebih baik daripada indeks S & P, jika keuntungan 1967 dimasukkan; dan dua unggul dalam indeks 1968–1970. Tak satu pun dari dana ini besar, dan ukuran rata-ratanya sekitar \$60 juta. Dengan demikian, ada indikasi kuat bahwa ukuran yang lebih kecil merupakan faktor penting untuk mendapatkan hasil yang luar biasa.

Penjelasan di atas berisi kesimpulan implisit bahwa mungkin ada risiko khusus yang terlibat dalam mencari kinerja yang unggul oleh manajer dana investasi. Semua pengalaman keuangan hingga saat ini menunjukkan bahwa dana besar, yang dikelola dengan baik, dapat memberikan hasil terbaik hanya sedikit lebih baik daripada hasil rata-rata selama bertahun-tahun. Jika tidak dikelola dengan baik, mereka dapat menghasilkan keuntungan yang spektakuler, tetapi sebagian besar ilusi, untuk sementara waktu, yang pasti diikuti oleh kerugian yang merugikan. Ada beberapa contoh reksa dana yang secara konsisten mengungguli rata-rata pasar selama, katakanlah, sepuluh tahun atau lebih. Tetapi ini adalah pengecualian yang langka, karena sebagian besar operasi mereka di bidang khusus, dengan batasan

yang diberlakukan sendiri pada modal yang digunakan—dan tidak dijual secara aktif kepada publik.*

* Setara dengan "pengecualian langka" Graham saat ini cenderung merupakan dana terbuka yang tertutup bagi investor baru—artinya para manajer memiliki

Dana Tertutup versus Dana Terbuka

Hampir semua reksa dana atau reksa dana terbuka, yang menawarkan hak kepada pemegangnya untuk menguangkan saham mereka pada penilaian portofolio setiap hari, memiliki mesin yang sesuai untuk menjual saham baru. Dengan ini berarti sebagian besar dari mereka telah tumbuh dalam ukuran selama bertahun-tahun. Perusahaan-perusahaan tertutup, yang hampir semuanya diorganisir sejak lama, memiliki struktur modal yang tetap, dan dengan demikian telah berkurang kepentingan dolarnya secara relatif. Perusahaan terbuka dijual oleh ribuan penjual yang energik dan persuasif, saham tertutup tidak ada yang tertarik untuk mendistribusikannya. Akibatnya adalah mungkin untuk menjual sebagian besar "reksa dana" kepada publik dengan premi tetap sekitar 9% di atas nilai aset bersih (untuk menutupi komisi salesman, dll.), sementara mayoritas saham close-end secara konsisten dapat diperoleh dengan harga kurang dari nilai asetnya. Diskon harga ini bervariasi di antara masing-masing perusahaan, dan diskon rata-rata untuk grup secara keseluruhan juga bervariasi dari satu tanggal ke tanggal lainnya. Angka-angka tentang hal ini untuk tahun 1961-1970 diberikan dalam Tabel 9-3.

Tidak perlu banyak kecerdikan untuk menduga bahwa harga relatif yang lebih rendah untuk saham tertutup dibandingkan dengan saham terbuka sangat sedikit hubungannya dengan perbedaan hasil investasi keseluruhan antara kedua kelompok. Bahwa ini benar ditunjukkan oleh perbandingan hasil tahunan untuk tahun 1961-1970 dari dua kelompok yang termasuk dalam Tabel 9-3.

Jadi kita sampai pada salah satu dari sedikit aturan yang jelas terlihat untuk pilihan investor. Jika Anda ingin memasukkan uang ke dalam dana investasi, belilah sekelompok saham tertutup dengan diskon, katakanlah, 10% hingga 15% dari nilai aset, daripada membayar premi sekitar 9% di atas nilai aset untuk saham suatu perusahaan. perusahaan terbuka. Dengan asumsi bahwa dividen masa depan dan perubahan nilai aset terus hampir sama untuk kedua kelompok, dengan demikian Anda akan memperoleh sekitar seperlima lebih banyak untuk uang Anda dari saham tertutup.

Penjual reksa dana akan cepat membalas dengan

berhenti menerima uang tunai lagi. Sementara itu mengurangi biaya manajemen yang dapat mereka peroleh, itu memaksimalkan pengembalian yang dapat diperoleh pemegang saham mereka yang ada. Karena sebagian besar pengelola dana lebih suka mencari No 1 daripada menjadi No 1, menutup dana untuk investor baru adalah langkah yang langka dan berani.

**TABEL 9.3 Data Tertentu Reksa Dana Tertutup
Dana, dan S & P Gabungan Indeks**

Rata-rata		
Hasil Rata-Rata Rata-rata		
Hasil Diskon dari Hasil		
dari Kebersamaan		
Saham Tertutup Akhir	Tertutup S & P	
Dana ^a	Dana ^b	Indeks ^c
1970	- 6% genap	- 5,3% + 3,5%
1969	- 7,9%	-12,5 - 8,3
1968	(+ 7) ^d	+13.3 +15.4 +10.4
1967	- 5	+28.2 +37.2 +23.0
1966	-12	- 5,9 - 4,1 -10,1
1965	-14	+14,0 +24.8 +12.2
1964	-10	+16.9 +13.6 +14.8
1963	- 8	+20.8 +19.3 +24.0
1962	- 4	-11.6 -14.6 - 8.7
1961	- 3	+23.6 +25.7 +27.0
Rata-rata 10 angka tahunan: +9,14%+9,95%+9,79%		

^asebuah Wiesenberger rata-rata dari sepuluh perusahaan yang terdiversifikasi.

^bRata-rata lima Wiesenberger rata-rata dana saham biasa setiap tahun.

^cDalam semua kasus, distribusi ditambahkan kembali.

^dPremium.

argumen: “Ah, tetapi jika Anda memiliki saham tertutup, Anda tidak akan pernah bisa memastikan dengan harga berapa Anda bisa menjualnya. Diskonnya bisa lebih besar dari sekarang, dan Anda akan menderita karena penyebaran yang lebih luas. Dengan saham kami, Anda dijamin hak untuk menyerahkan saham Anda di 100% dari nilai aset, tidak pernah kurang.” Mari kita periksa argumen ini sedikit; itu akan menjadi latihan yang baik dalam logika dan akal sehat. Pertanyaan: Dengan asumsi bahwa diskon pada saham tertutup melebar, seberapa besar kemungkinan Anda akan lebih buruk dengan saham tersebut daripada dengan pembelian saham terbuka yang setara?

Ini membutuhkan sedikit aritmatika. Asumsikan bahwa Investor A membeli beberapa saham terbuka pada 109% dari nilai aset, dan

Investor B membeli saham tertutup pada 85%, ditambah 1½% Komisi. Kedua set saham menghasilkan dan membayar 30% dari nilai aset ini, katakanlah, empat tahun,

TABEL 9-4 Hasil Rata-Rata dari Diversifikasi Close-End Dana, 1961–1970^{sebuah}

	1970	5 tahun, 1966–1970	1961–1970	Premium atau Diskon, Desember 1970
Tiga dana dijual dengan harga	-5,2%	+25,4%	+115,0%	11,4% premi
Sepuluh dana dijual dengan diskon	+1.3	+22.6	+102.9	diskon 9.2%

^{sebuah}Data dari Wiesenerberger Financial Services.

dan berakhir dengan nilai yang sama seperti di awal. Investor A menebus sahamnya dengan nilai 100%, kehilangan premi 9% yang dia bayarkan. Pengembalian keseluruhannya untuk periode tersebut adalah 30% lebih sedikit 9%, atau 21% dari nilai aset. Ini, pada gilirannya, adalah 19% dari investasinya. Berapa banyak yang harus direalisasi Investor B atas sahamnya yang ditutup untuk memperoleh pengembalian yang sama atas investasinya sebagai Investor A? Jawabannya adalah 73%, atau diskon 27% dari nilai aset. Dengan kata lain, pria tertutup bisa menderita pelebaran 12 poin di diskon pasar (sekitar dua kali lipat) sebelum pengembaliannya turun ke investor open-end. Perubahan merugikan sebesar ini jarang terjadi, jika pernah, dalam sejarah saham tertutup. Oleh karena itu sangat kecil kemungkinannya Anda akan memperoleh pengembalian keseluruhan yang lebih rendah dari perusahaan tertutup (perwakilan), dibeli dengan harga diskon, jika kinerja investasinya hampir sama dengan reksa dana representatif. Jika dana dengan beban kecil (atau tanpa beban) diganti dengan dana dengan “8” biasa $\frac{1}{2}\%$ beban, keuntungan dari investasi tertutup tentu saja berkurang, tetapi tetap merupakan keuntungan.

Fakta bahwa beberapa reksa dana tertutup dijual dengan premi lebih besar dari biaya 9% yang sebenarnya pada sebagian besar reksa dana menimbulkan pertanyaan terpisah bagi investor. Apakah perusahaan-perusahaan premium ini menikmati manajemen superior dengan nilai terbukti yang cukup untuk menjamin harga mereka yang tinggi? Jika jawabannya dicari dalam hasil

perbandingan selama lima atau sepuluh tahun terakhir, jawabannya akan tampak tidak. Tiga dari enam perusahaan premium sebagian besar memiliki investasi asing. Fitur yang mencolok dari ini adalah variasi besar dalam

**TABEL 9.5 Perbandingan Dua Ujung Tertutup Terkemuka
Perusahaan^{sebuah}**

		5 tahun, 1966–1970	10 tahun, 1961–1970	Premium atau Diskon, Desember 1970
Jenderal Am. Investor Co.	-0,3%	+34.0%	+165.6%	Diskon 7,6%
Lehman Corp.	-7.2	+20.6	+108.0	13,9% premi

^{sebuah}Data dari Wiesenberger Financial Services.

harga dalam waktu beberapa tahun; pada akhir tahun 1970 satu dijual dengan harga hanya seperempat dari harga tertinggi, yang lain sepertiganya, yang lain kurang dari setengahnya. Jika kita mempertimbangkan tiga perusahaan domestik yang menjual di atas nilai aset, kita menemukan bahwa rata-rata pengembalian keseluruhan sepuluh tahun mereka agak lebih baik daripada sepuluh dana diskon, tetapi kebalikannya benar dalam lima tahun terakhir. Perbandingan catatan 1961-1970 dari Lehman Corp dan General American Investors, dua dari perusahaan tertutup kami yang tertua dan terbesar, diberikan pada Tabel 9-5. Salah satunya dijual 14% di atas dan yang lainnya 7,6% di bawah nilai aset bersihnya pada akhir tahun 1970. Perbedaan harga dengan hubungan aset bersih tampaknya tidak dijamin oleh angka-angka ini.

Investasi di Reksa Dana Perimbangan

Ke-23 dana perimbangan yang tercakup dalam Laporan Wiesenberger memiliki antara 25% dan 59% aset mereka dalam saham preferen dan obligasi, rata-rata hanya 40%. Sisanya disimpan di saham biasa. Tampaknya lebih logis bagi investor biasa untuk melakukan investasi jenis obligasinya secara langsung, daripada menjadikannya bagian dari komitmen reksa dana. Pengembalian pendapatan rata-rata yang ditunjukkan oleh dana perimbangan ini pada tahun 1970 hanya 3,9% per tahun pada nilai aset, atau katakanlah 3,6% pada harga penawaran. Pilihan yang lebih baik

untuk komponen obligasi adalah pembelian obligasi tabungan Amerika Serikat, atau obligasi korporasi dengan peringkat A atau lebih baik, atau obligasi bebas pajak, untuk portofolio obligasi investor.

KOMENTAR PADA BAB 9

Guru sekolah bertanya kepada Billy Bob: "Jika Anda memiliki dua belas domba dan satu melompati pagar, berapa banyak domba yang tersisa?"

Billy Bob menjawab, "Tidak ada."

"Yah," kata guru itu, "kamu benar-benar tidak tahu penguranganmu."

"Mungkin tidak," jawab Billy Bob, "tapi saya sangat tahu domba-domba saya."

—sebuah lelucon Texas kuno

HAMPIR SEMPURNA

Sebuah ciptaan murni Amerika, reksa dana diperkenalkan pada tahun 1924 oleh mantan penjual panci dan wajan aluminium bernama Edward G. Leffler. Reksa dana cukup murah, sangat nyaman, umumnya terdiversifikasi, dikelola secara profesional, dan diatur secara ketat di bawah beberapa ketentuan terberat undang-undang sekuritas Federal. Dengan membuat investasi menjadi mudah dan terjangkau bagi hampir semua orang, dana tersebut telah menghasilkan beberapa 54 juta keluarga Amerika (dan jutaan lainnya di seluruh dunia) ke dalam arus utama investasi—mungkin kemajuan terbesar dalam demokrasi finansial yang pernah dicapai.

Tapi reksa dana tidak sempurna; mereka hampir sempurna, dan kata itu membuat semua perbedaan. Karena ketidaksempurnaan mereka, sebagian besar dana berkinerja buruk di pasar, membebani investor mereka secara berlebihan, membuat sakit kepala pajak, dan mengalami perubahan kinerja yang tidak menentu. Investor yang cerdas harus memilih dana dengan sangat hati-hati agar tidak berakhir dengan kekacauan besar.

GRAFIK UTAMA

Kebanyakan investor hanya membeli dana yang telah naik dengan cepat, dengan asumsi bahwa itu akan terus berjalan. Dan kenapa tidak? Psikolog telah menunjukkan bahwa manusia memiliki kecenderungan bawaan untuk percaya bahwa jangka panjang dapat diprediksi bahkan dari serangkaian hasil yang pendek. Terlebih lagi, kami tahu dari pengalaman kami sendiri bahwa beberapa tukang ledeng jauh lebih baik daripada yang lain, bahwa beberapa pemain bisbol jauh lebih mungkin untuk memukul home run, bahwa restoran favorit kami menyajikan makanan yang unggul secara konsisten, dan bahwa anak-anak yang cerdas mendapatkan nilai yang baik secara konsisten. Keterampilan dan otak serta kerja keras diakui, dihargai—dan diulang secara konsisten—di sekitar kita. Jadi, jika sebuah reksa dana mengalahkan pasar, intuisi kita memberitahu kita untuk mengharapkannya terus mengungguli.

Sayangnya, di pasar keuangan, keberuntungan lebih penting daripada keterampilan. Jika seorang manajer kebetulan berada di sudut kanan pasar pada waktu yang tepat, dia akan terlihat brilian—tetapi terlalu sering, apa yang panas tiba-tiba menjadi dingin dan IQ manajer tampaknya menyusut hingga 50 poin. Gambar 9-1 menunjukkan apa yang terjadi pada dana terpanas tahun 1999.

Ini adalah pengingat lain bahwa sektor pasar terpanas—pada tahun 1999, yaitu teknologi—sering kali berubah sedingin nitrogen cair, dengan kecepatan yang menyilaukan dan sama sekali tanpa peringatan.¹ Dan ini adalah pengingat bahwa membeli dana hanya berdasarkan kinerja masa lalu mereka adalah salah satu hal terbodoh yang bisa dilakukan investor. Sarjana keuangan telah mempelajari kinerja reksa dana setidaknya selama setengah abad, dan mereka hampir sepakat dalam beberapa hal:

- dana rata-rata tidak memilih saham dengan cukup baik untuk mengatasi biaya penelitian dan perdagangannya;
- semakin tinggi pengeluaran dana, semakin rendah pengembaliannya;
- semakin sering reksa dana memperdagangkan sahamnya, semakin sedikit pendapatannya;

¹Dana sektor yang berspesialisasi di hampir setiap industri yang bisa dibayangkan tersedia—dan berasal dari tahun 1920-an. Setelah hampir 80 tahun sejarah, buktinya luar biasa: Sektor yang paling menguntungkan, dan dengan demikian paling populer, pada tahun tertentu sering kali menjadi salah satu yang berkinerja

terburuk di tahun berikutnya. Sama seperti tangan yang menggur adalah bengkel iblis, dana sektor adalah musuh investor.

ANGKA 9-1 Itu Tabrakan dan Bakar Klub

Dana	Pengembalian Total				Nilai pada 12/31/02 dari \$10.000 diinvestasikan pada 1/1/1999
	1999	2000	2001	2002	
Van Wagoner Muncul Pertumbuhan	291.2	-20.9	-59.7	-64.6	4,419
Monumen Internet	273.1	-56.9	-52,2	-51,2	3.756
Teknologi Amerindo	248.9	-64.8	-50,8	-31.0	4.175
Teknologi & Komunikasi PBHG	243,9	-43.7	-52,4	-54,5	4.198
Van Wagoner Pasca Usaha	237.2	-30.3	-62.1	-67.3	2.907
ProFunds Ultra OTC	233.2	-73,7	-69.1	-69.4	829
Teknologi Van Wagoner	223.8	-28.1	-61.9	-65.8	3.029
Pertumbuhan Thurlow	213.2	-56.0	-26.1	-31.0	7.015
Inovator Teknologi Langsung	212.3	-37.9	-29.1	-54.8	6.217
Teknologi Global Janus	211.6	-33,7	-40.0	-40.9	7.327
Indeks Wilshire 5000 (total pasar saham)	23.8	-10,9	-11,0	-20.8	7.780

Sumber: Lipper

Catatan: Monument Internet kemudian berganti nama menjadi Orbitex Emerging Technology.

10 dana ini termasuk di antara yang berkinerja paling baik di tahun 1999—dan, pada kenyataannya, di antara yang berkinerja tahunan tertinggi sepanjang masa. Tetapi tiga tahun berikutnya menghapus semua keuntungan besar tahun 1999, dan kemudian beberapa.

- dana yang sangat fluktuatif, yang naik dan turun lebih dari rata-rata, kemungkinan besar akan tetap fluktuatif;
- dana dengan pengembalian masa lalu yang tinggi tidak mungkin tetap menjadi pemenang untuk waktu yang lama.²

Peluang Anda untuk memilih dana dengan kinerja terbaik di masa depan berdasarkan pengembalian mereka di masa lalu hampir seinggi kemungkinan Bigfoot dan Manusia Salju yang Keji akan muncul dengan sandal balet merah muda di pesta koktail Anda berikutnya. Dengan kata lain, peluang Anda bukan nol—tapi cukup dekat. (Lihat bilahsisi, hal. 255.)

Tapi ada kabar baik juga. Pertama-tama, memahami mengapa begitu sulit untuk menemukan dana yang bagus akan membantu Anda menjadi investor yang lebih cerdas. Kedua, sementara kinerja masa lalu adalah prediktor yang buruk untuk pengembalian di masa depan, ada faktor lain yang dapat Anda gunakan untuk meningkatkan peluang Anda menemukan dana yang bagus. Terakhir, reksa dana dapat menawarkan nilai yang sangat baik bahkan jika tidak mengalahkan pasar—dengan menyediakan cara yang ekonomis untuk mendiversifikasi kepemilikan Anda dan dengan meluangkan waktu Anda untuk semua hal lain yang Anda lebih suka lakukan daripada memilih saham Anda sendiri.

HALL THE FIRST SAKAN TERAKHIR

Mengapa lebih banyak dana pemenang tidak tetap menjadi pemenang?

Semakin baik kinerja reksa dana, semakin banyak hambatan yang dihadapi investornya:

Manajer yang bermigrasi. Ketika seorang pemetik saham tampaknya memiliki sentuhan Midas, semua orang menginginkannya—termasuk perusahaan dana saingan. Jika Anda membeli Transamerica Premier Equity Fund untuk menguangkan keterampilan Glen Bickerstaff, yang memperoleh 47,5% pada tahun 1997, Anda segera kurang beruntung; TCW membawanya pergi pada pertengahan 1998 untuk menjalankan TCW Galileo Select Equities Fund, dan dana Transamerica tertinggal dari pasar dalam tiga dari empat tahun berikutnya. Jika Anda membeli Fidelity Aggressive Growth Fund pada awal tahun 2000 untuk memanfaatkan pengembalian tinggi Erin Sullivan, yang telah melipatgandakan uang pemegang sahamnya sejak tahun 1997, oh well: Dia berhenti untuk memulai hedge fund sendiri di

Penelitian tentang kinerja reksa dana terlalu banyak untuk disebutkan. Ringkasan dan tautan yang berguna dapat ditemukan di: www.investorhome.com/mutual.htm#lakukan, www.ssrn.com (masukkan “reksa dana” di jendela pencarian), dan www.stanford.edu/~wfs Sharpe/art/art.htm.

2000, dan dana sebelumnya kehilangan lebih dari tiga perempat nilainya selama tiga tahun berikutnya.³

Kaki gajah aset. Ketika sebuah dana menghasilkan pengembalian yang tinggi, investor memperhatikan—seringkali mengucurkan ratusan juta dolar dalam hitungan minggu. Itu membuat manajer dana hanya punya sedikit pilihan—semuanya buruk. Dia dapat menyimpan uang itu dengan aman untuk hari-hari hujan, tetapi kemudian pengembalian uang tunai yang rendah akan menghambat hasil dana jika saham terus naik. Dia bisa memasukkan uang baru ke dalam saham yang sudah dia miliki—yang mungkin sudah naik sejak dia pertama kali membelinya dan akan dinilai terlalu tinggi jika dia memompa jutaan dolar lebih banyak. Atau dia bisa membeli saham baru yang tidak terlalu dia sukai untuk dimiliki—tetapi dia harus menelitinya dari awal dan mengawasi lebih banyak perusahaan daripada yang biasa dia ikuti.

Akhirnya, ketika Nimble Fund senilai \$100 juta menempatkan 2% dari asetnya (atau \$2 juta) di Minnow Corp., saham dengan total nilai pasar sebesar \$500 juta, itu membeli kurang dari setengah 1% dari Minnow. Tetapi jika kinerja yang baik membuat Nimble Fund membengkak menjadi \$10 miliar, maka investasi sebesar 2% dari asetnya akan berjumlah \$200 juta—hampir setengah dari seluruh nilai Minnow, tingkat kepemilikan yang bahkan tidak diizinkan menurut hukum Federal. Jika manajer portofolio Nimble masih ingin memiliki saham kecil, dia harus menyebarkan uangnya ke lebih banyak perusahaan—dan mungkin akhirnya menyebarkan perhatiannya terlalu tipis.

Tidak ada lagi gerak kaki yang mewah. Beberapa perusahaan mengkhususkan diri dalam "menginkubasi" dana mereka—menguji secara pribadi sebelum menjualnya secara publik. (Biasanya, satu-satunya pemegang saham adalah karyawan dan afiliasi dari perusahaan dana itu sendiri.) Dengan menjaganya tetap kecil, sponsor dapat menggunakan dana yang diinkubasi ini sebagai kelinci percobaan untuk strategi berisiko yang paling sesuai dengan sejumlah kecil uang, seperti membeli saham yang sangat kecil atau perdagangan cepat dari penawaran umum perdana. Jika strateginya berhasil, dana tersebut dapat memikat investor publik secara massal dengan mempublikasikan keuntungan pribadinya. Dalam kasus lain, manajer dana "menghapuskan" (atau melewatkan pembebanan) biaya manajemen, meningkatkan laba bersih—kemudian mengenakan biaya

tersebut setelah pengembalian tinggi menarik banyak pelanggan. Hampir tanpa kecuali,

³Itu tidak berarti bahwa dana ini akan bekerja lebih baik jika manajer "superstar" mereka tetap di tempatnya; yang bisa kita yakini hanyalah bahwa kedua dana itu tidak bekerja dengan baik tanpa mereka.

Biaya yang meningkat. Seringkali lebih mahal untuk memperdagangkan saham di blok yang sangat besar daripada di blok kecil; dengan lebih sedikit pembeli dan penjual, lebih sulit untuk membuat kecocokan. Dana dengan aset \$ 100 juta mungkin membayar 1% per tahun dalam biaya perdagangan. Tapi, jika pengembalian tinggi mengirim dana menjamur hingga \$ 10 miliar, perdagangannya dapat dengan mudah memakan setidaknya 2% dari aset tersebut. Reksa dana tipikal mempertahankan sahamnya hanya selama 11 bulan pada satu waktu, sehingga biaya perdagangan menggerogoti pengembalian seperti asam korosif. Sementara itu, biaya lain untuk menjalankan reksa dana jarang turun—dan terkadang bahkan naik—saat aset tumbuh. Dengan biaya operasional rata-rata 1,5%, dan biaya perdagangan sekitar 2%, dana tipikal harus mengalahkan pasar sebesar 3,5 poin persentase per tahun sebelum biaya hanya untuk mencocokkannya setelah biaya!

Perilaku domba. Akhirnya, begitu sebuah reksa dana berhasil, para manajernya cenderung menjadi pemalu dan suka meniru. Ketika dana tumbuh, biayanya menjadi lebih menguntungkan—membuat para manajernya enggan untuk mengambil keputusan. Risiko yang diambil para manajer untuk menghasilkan keuntungan awal yang tinggi sekarang dapat membuat investor menjauh—dan membahayakan semua pendapatan fee yang besar itu. Jadi dana terbesar menyerupai kawanan domba identik dan terlalu banyak makan, semua bergerak lamban, semua mengatakan "baaaa" pada saat yang sama. Hampir setiap dana pertumbuhan memiliki Cisco dan GE dan Microsoft serta Pfizer dan Wal-Mart—dan dalam proporsi yang hampir sama. Perilaku ini begitu lazim sehingga sarjana keuangan menyebutnya menggiring.⁴ Tetapi dengan melindungi pendapatan biaya mereka sendiri, manajer dana mengkompromikan kemampuan mereka untuk menghasilkan pengembalian yang unggul bagi investor luar mereka.

⁴Ada pelajaran kedua di sini: Agar berhasil, investor individu harus menghindari berbelanja dari daftar saham favorit yang sama yang telah diambil alih oleh institusi raksasa, atau memilikinya dengan lebih sabar. Lihat Erik R. Sirri dan Peter Tufano, "Pencarian Mahal dan Aliran Reksa Dana," *The Journal of Finance*, vol. 53, tidak. 8 Oktober 1998, hlm. 1589–1622; Keith C. Brown, WV Harlow, dan Laura Starks,

“Tentang Turnamen dan Godaan,” *The Journal of Finance*, vol. 51, tidak. 1 Maret 1996, hal.

85–110; Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, dan Robert Vishny, “Apa yang Dilakukan Manajer Uang?” kertas kerja, Universitas Illinois, Februari 1997; Stanley Eakins, Stanley Stansell, dan Paul Wertheim, “Komposisi Portofolio Kelembagaan,” *Tinjauan Kuartalan Ekonomi dan Keuangan*, vol. 38, tidak. 1, Musim Semi, 1998, hlm. 93–110; Paul Gompers dan Andrew Metrick, “Investor Institusional dan Harga Ekuitas,” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, tidak. 1 Februari 2001, hlm. 229–260.

GAMBAR 9-2 Kinerja Corong Dana

Melihat kembali dari tanggal 31 Desember 2002, berapa banyak dana saham AS yang mengungguli Dana Indeks Vanguard 500?

Satu
tahun:
1.186 dari 2.423 dana (atau
48,9%)

Tiga tahun:
1.157 dari 1.944 dana (atau
59,5%)

Lima
tahun:
768 dari 1.494 dana (atau 51,4%)

Sepuluh tahun:
227 dari 728 dana (atau
31,2%)

Lima belas
tahun:
125 dari 445 dana (atau
28,1%)

Dua puluh tahun:
37 dari 248 dana (atau 14,9%)

Sumber: Lipper Inc.

Karena biayanya yang besar dan perilakunya yang buruk, sebagian besar dana gagal untuk mempertahankannya. Tidak heran jika hasil yang tinggi hampir sama mudahnya rusak dengan ikan yang tidak didinginkan. Terlebih lagi, seiring berjalannya waktu, hambatan pengeluaran mereka yang berlebihan membuat sebagian besar dana semakin jauh tertinggal, seperti Gambar

9.2 pertunjukan.⁵

Lalu, apa yang harus dilakukan investor yang cerdas?

Pertama-tama, ketahuilah bahwa dana indeks—yang memiliki semua saham

⁵Hebatnya, ilustrasi ini mengecilkan keuntungan dana indeks, karena database yang diambil tidak termasuk rekam jejak ratusan dana yang hilang selama periode ini. Diukur lebih akurat, keuntungan dari pengindeksan akan sangat kuat.

di pasar, sepanjang waktu, tanpa berpura-pura dapat memilih yang "terbaik" dan menghindari yang "terburuk"—akan mengalahkan sebagian besar dana dalam jangka panjang. (Jika perusahaan Anda tidak menawarkan dana indeks berbiaya rendah di

401(k), atur rekan kerja Anda dan petisi untuk menambahkannya.) Biaya operasional yang sangat rendah—biaya operasional 0,2% per tahun, dan biaya perdagangan tahunan hanya 0,1%—memberikan keuntungan yang tidak dapat diatasi bagi dana indeks. Jika saham menghasilkan, katakanlah, pengembalian tahunan 7% selama 20 tahun ke depan, dana indeks berbiaya rendah seperti Vanguard Total Stock Market akan kembali hanya di bawah 6,7%. (Itu akan mengubah investasi \$10.000 menjadi lebih dari \$36.000.) Tetapi dana saham rata-rata, dengan 1,5% dalam biaya operasional dan kira-kira 2% dalam biaya perdagangan, akan beruntung memperoleh 3,5% per tahun. (Itu akan mengubah \$10.000 menjadi hanya di bawah \$20.000—atau hampir 50% lebih rendah dari hasil dari dana indeks.)

Dana indeks hanya memiliki satu kelemahan signifikan: Mereka membosankan. Anda tidak akan pernah bisa pergi ke pesta barbekyu dan membual tentang bagaimana Anda memiliki dana berkinerja terbaik di negara ini. Anda tidak akan pernah bisa menyombongkan diri bahwa Anda telah mengalahkan pasar, karena tugas dana indeks adalah mencocokkan pengembalian pasar, bukan melebihinya. Manajer dana indeks Anda tidak mungkin “melempar dadu” dan bertaruh bahwa industri besar berikutnya adalah teleportasi, atau situs web awal, atau klinik penurunan berat badan telepati; dana akan selalu memiliki setiap saham, bukan hanya tebakan terbaik satu manajer pada hal baru berikutnya. Namun, seiring berjalannya waktu, keuntungan biaya pengindeksan akan terus bertambah tanpa henti. Tahan dana indeks untuk

20 tahun atau lebih, menambahkan uang baru setiap bulan, dan Anda pasti akan mengungguli sebagian besar investor profesional dan individu. Di akhir hidupnya, Graham memuji dana indeks sebagai pilihan terbaik bagi investor individu, seperti halnya Warren Buffett.⁶

⁶Lihat Benjamin Graham, Benjamin Graham: Memoirs of the Dean of Wall Street, Seymour Chatman, ed. (McGraw-Hill, New York, 1996), hlm. 273, dan Janet Lowe, Benjamin Graham yang Ditemukan Kembali: Tulisan-tulisan Terpilih dari Legenda Wall Street (John Wiley & Sons, New York, 1999), hlm. 273. Seperti yang ditulis Warren Buffett dalam laporan tahunannya tahun 1996: “Sebagian besar investor, baik institusional maupun individu, akan menemukan

bahwa cara terbaik untuk memiliki saham biasa adalah melalui dana indeks yang membebaskan biaya minimal. Mereka yang mengikuti jalur ini pasti akan mengalahkan hasil bersih (setelah biaya dan pengeluaran) yang diberikan oleh sebagian besar profesional investasi.” (Melihat www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html.)

T I L T I N G T H E T A B L E S

Ketika Anda menjumlahkan semua handicap mereka, herannya bukanlah begitu sedikit dana yang mengalahkan indeks, tetapi ada yang melakukannya. Namun, beberapa melakukannya. Kualitas apa yang mereka miliki bersama?

Manajer mereka adalah pemegang saham terbesar. Konflik kepentingan antara apa yang terbaik untuk manajer reksa dana dan apa yang terbaik untuk investornya dikurangi ketika manajer berada di antara pemilik terbesar saham reksa dana. Beberapa perusahaan, seperti Longleaf Partners, bahkan melarang karyawan mereka memiliki apa pun kecuali dana mereka sendiri. Di Longleaf dan perusahaan lain seperti Davis dan FPA, para manajer memiliki begitu banyak dana sehingga mereka cenderung mengelola uang Anda seolah-olah itu milik mereka sendiri—menurunkan kemungkinan mereka akan menaikkan biaya, membiarkan dana membengkak menjadi ukuran raksasa, atau memukul Anda dengan tagihan pajak yang buruk. Pernyataan proxy dana dan Pernyataan Informasi Tambahan, keduanya tersedia dari Securities and Exchange Commission melalui database EDGAR di www.sec.gov, mengungkapkan apakah pengelola memiliki setidaknya 1% saham reksa dana.

Mereka murah. Salah satu mitos paling umum dalam bisnis reksa dana adalah bahwa “Anda mendapatkan apa yang Anda bayar”—bahwa pengembalian yang tinggi adalah pembenaran terbaik untuk biaya yang lebih tinggi. Ada dua masalah dengan argumen ini. Pertama, itu tidak benar; beberapa dekade penelitian telah membuktikan bahwa dana dengan biaya yang lebih tinggi menghasilkan pengembalian yang lebih rendah dari waktu ke waktu. Kedua, pengembalian tinggi bersifat sementara, sementara biaya tinggi hampir sama permanennya dengan granit. Jika Anda membeli dana untuk pengembalian panasnya, Anda mungkin akan berakhir dengan segenggam abu dingin — tetapi biaya Anda untuk memiliki dana tersebut hampir pasti tidak akan menurun ketika pengembaliannya turun.

Mereka berani tampil beda. Ketika Peter Lynch menjalankan Fidelity Magellan, dia membeli apa pun yang tampak murah baginya—terlepas dari apa yang dimiliki manajer dana lain. Pada tahun 1982, investasi terbesarnya adalah obligasi Treasury; tepat setelah itu, dia menjadikan Chrysler sebagai pemegang saham utama, meskipun sebagian besar ahli memperkirakan pembuat mobil itu akan bangkrut; kemudian, pada 1986, Lynch menempatkan hampir 20% saham Fidelity Magellan di saham asing seperti Honda, Norsk Hydro, dan Volvo. Jadi, sebelum Anda membeli dana saham AS, bandingkan kepemilikan yang tercantum dalam laporan terbarunya dengan daftar indeks S&P 500; jika mereka terlihat seperti Tweedledee dan Tweedledum, belilah dana lain.⁷

⁷Daftar lengkap perusahaan konstituen S&P 500 tersedia di www.standardandpoors.com.

Mereka menutup pintu. Dana terbaik sering kali dekat dengan investor baru—hanya mengizinkan pemegang saham mereka yang ada untuk membeli lebih banyak. Itu menghentikan hiruk-pikuk pembeli baru yang ingin menumpuk di atas dan melindungi dana dari penderitaan penyakit kaki gajah. Ini juga merupakan sinyal bahwa manajer dana tidak menempatkan dompet mereka sendiri di depan dompet Anda. Tetapi penutupan harus terjadi sebelum—bukan setelah—dana meledak dalam jumlah besar. Beberapa perusahaan dengan catatan teladan menutup gerbang mereka sendiri adalah Longleaf, Numeric, Oakmark, T. Rowe Price, Vanguard, dan Wasatch.

Mereka tidak beriklan. Seperti yang dikatakan Plato dalam *The Republic* bahwa penguasa yang ideal adalah mereka yang tidak ingin memerintah, manajer dana terbaik sering berperilaku seolah-olah mereka tidak menginginkan uang Anda. Mereka tidak muncul terus-menerus di televisi keuangan atau menjalankan iklan yang membanggakan pengembalian No. 1 mereka. Dana Pertumbuhan Mairs & Power kecil yang stabil bahkan tidak memiliki situs web sampai tahun 2001 dan masih menjual sahamnya hanya di 24 negara bagian. Dana Torray tidak pernah menjalankan iklan ritel sejak diluncurkan pada tahun 1990.

Apa lagi yang harus Anda perhatikan? Sebagian besar pembeli reksa dana melihat kinerja masa lalu terlebih dahulu, kemudian reputasi manajer, kemudian pada risiko reksa dana, dan terakhir (jika pernah) pada pengeluaran dana tersebut.⁸

Investor yang cerdas melihat hal yang sama—tetapi dalam urutan yang berlawanan.

Karena pengeluaran dana jauh lebih dapat diprediksi daripada risiko atau pengembaliannya di masa depan, Anda harus menjadikannya filter pertama Anda. Tidak ada alasan yang baik untuk membayar lebih dari tingkat biaya operasional tahunan ini, berdasarkan kategori dana:

- Obligasi kena pajak dan daerah: 0,75%
- Ekuitas AS (saham besar dan menengah): 1,0%
- Obligasi dengan hasil tinggi (junk): 1,0%

⁸Lihat Noel Capon, Gavan Fitzsimons, dan Russ Alan Prince, "An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision," *Journal of Financial Services Research*, vol. 10, 1996, hlm. 59–82; Institut Perusahaan Investasi, "Memahami Penggunaan Informasi dan Penasihat Pemegang Saham," Spring, 1997, at www.ici.org/pdf/rpt_undstnd_share.pdf, p. 21; Gordon Alexander, Jonathan Jones, dan Peter Nigro, "Pemegang Saham Reksa Dana: Karakteristik, Pengetahuan Investor, dan Sumber Informasi," kertas kerja OCC, Desember 1997, di www.occ.treas.gov/ftp/workpaper/wp97-13.pdf.

- Ekuitas AS (saham kecil): 1,25%
- Saham asing: 1,50%⁹

Selanjutnya, evaluasi risiko. Dalam prospektusnya (atau panduan pembeli), setiap reksa dana harus menunjukkan grafik batang yang menunjukkan kerugian terburuknya selama satu kuartal kalender. Jika Anda tidak tahan kehilangan setidaknya uang sebanyak itu dalam tiga bulan, pergilah ke tempat lain. Ini juga layak untuk memeriksa peringkat Morningstar dana. Sebuah firma riset investasi terkemuka, Morningstar memberikan penghargaan "peringkat bintang" untuk dana, berdasarkan seberapa besar risiko yang mereka ambil untuk mendapatkan pengembalian mereka (satu bintang adalah yang terburuk, lima adalah yang terbaik). Namun, seperti kinerja sebelumnya, peringkat ini melihat ke masa lalu; mereka memberi tahu Anda dana mana yang terbaik, bukan yang akan menjadi. Dana bintang lima, pada kenyataannya, memiliki kebiasaan yang membingungkan untuk terus berkinerja buruk pada dana bintang satu. Jadi pertama cari reksa dana murah yang pengelolanya adalah pemegang saham utama, berani tampil beda, jangan menggiurkan pengembaliannya, dan telah menunjukkan kesediaan untuk menutup diri sebelum mereka menjadi terlalu besar untuk celana mereka. Kemudian, dan baru setelah itu, lihat peringkat Morningstar mereka.¹⁰

Akhirnya, lihat kinerja masa lalu, mengingat bahwa itu hanya prediktor pucat pengembalian masa depan. Seperti yang telah kita lihat, pemenang kemarin sering kali menjadi pecundang besok. Tetapi para peneliti telah menunjukkan bahwa satu hal yang hampir pasti: Pecundang kemarin hampir tidak pernah menjadi pemenang besok. Jadi hindari dana dengan pengembalian masa lalu yang buruk secara konsisten — terutama jika mereka memiliki pengeluaran tahunan di atas rata-rata.

CL OS EDW ATA U LD OF CL OS E DE ND FU NDS

Reksa dana saham tertutup, meskipun populer selama tahun 1980-an, perlahan-lahan berhenti berkembang. Saat ini, hanya ada 30 domestik yang terdiversifikasi

⁹Investor dapat dengan mudah mencari dana yang memenuhi rintangan pengeluaran ini dengan menggunakan alat penyaringan dana di www.morningstar.com dan <http://uang.cnn.com>.

¹⁰Lihat Matthew Morey, "Rating the Raters: An Investigation of Mutual Fund Rating Services," *Journal of Investment Consulting*, vol. 5, tidak. 2, November/Desember 2002. Meskipun peringkat bintangnya merupakan prediktor yang lemah untuk hasil di masa depan, Morningstar adalah satu-satunya sumber informasi dana terbaik bagi investor individu.

dana ekuitas, banyak dari mereka kecil, hanya memperdagangkan beberapa ratus saham sehari, dengan biaya tinggi dan strategi aneh (seperti Morgan Fun-Share, yang mengkhususkan diri pada saham industri "pembentuk kebiasaan" seperti minuman keras, kasino, dan rokok) . Penelitian oleh ahli dana tertutup Donald Cassidy dari Lipper Inc. memperkuat pengamatan Graham sebelumnya: Diversifikasi perdagangan dana saham tertutup dengan diskon tidak hanya cenderung mengungguli perdagangan dengan harga premium tetapi cenderung memiliki pengembalian yang lebih baik daripada rata-rata pembukaan. -akhir reksa dana. Sayangnya, bagaimanapun, reksa dana saham tertutup yang terdiversifikasi tidak selalu tersedia dengan harga diskon di tempat yang telah menjadi pasar yang berdebu dan semakin berkurang.¹¹

Tetapi ada ratusan dana obligasi tertutup, dengan pilihan yang sangat kuat tersedia di area obligasi kota. Ketika dana ini diperdagangkan dengan harga diskon, hasil mereka diperkuat dan mereka bisa menarik, selama pengeluaran tahunan mereka di bawah ambang batas yang tercantum di atas.¹²

Jenis baru dana indeks yang diperdagangkan di bursa juga layak untuk ditelusuri. "ETF" berbiaya rendah ini terkadang menawarkan satu-satunya cara dimana investor dapat memperoleh akses ke pasar yang sempit seperti, katakanlah, perusahaan yang berbasis di Belgia atau saham di industri semikonduktor. ETF indeks lainnya menawarkan eksposur pasar yang jauh lebih luas. Namun, umumnya tidak cocok untuk investor yang ingin menambah uang secara teratur, karena sebagian besar pialang akan membebankan komisi terpisah untuk setiap investasi baru yang Anda lakukan.¹³

¹¹Tidak seperti reksa dana, reksa dana tertutup tidak menerbitkan saham baru secara langsung kepada siapa pun yang ingin membelinya. Sebaliknya, seorang investor harus membeli saham bukan dari dana itu sendiri, tetapi dari pemegang saham lain yang bersedia berpisah dengannya. Dengan demikian, harga saham berfluktuasi di atas dan di bawah nilai aset bersihnya, tergantung pada penawaran dan permintaan.

¹²Untuk informasi lebih lanjut, lihat www.morningstar.com dan www.etfconnect.com.

¹³Tidak seperti reksa dana indeks, ETF indeks tunduk pada komisi saham standar saat Anda membeli dan menjualnya—dan komisi ini sering dinilai pada setiap pembelian tambahan atau dividen yang diinvestasikan kembali. Detail tersedia di www.shares.com, www.streettracks.com, www.amex.com, dan www.indexfunds.com.

TAHU APA ENTOF LAMA 'EM

Setelah Anda memiliki dana, bagaimana Anda bisa tahu kapan saatnya untuk menjual? Saran standarnya adalah membuang dana jika kinerjanya buruk di pasar (atau portofolio serupa) selama satu—atau dua?—atau tiga?—tahun berturut-turut. Tapi saran ini tidak masuk akal. Sejak lahir pada tahun 1970 hingga 1999, Sequoia Fund berkinerja buruk di bawah indeks S&P 500 dalam 12 dari 29 tahun—atau lebih dari 41% sepanjang waktu. Namun Sequoia naik lebih dari 12.500% selama periode itu, dibandingkan 4.900% untuk indeks.¹⁴

Kinerja sebagian besar dana tersendat hanya karena jenis saham yang mereka sukai untuk sementara tidak disukai. Jika Anda mempekerjakan seorang manajer untuk berinvestasi dengan cara tertentu, mengapa memecatnya karena melakukan apa yang dia janjikan? Dengan menjual ketika gaya investasi sudah ketinggalan zaman, Anda tidak hanya mengunci kerugian tetapi juga mengunci diri Anda dari pemulihan yang tak terhindarkan. Satu studi menunjukkan bahwa investor reksa dana berkinerja buruk dana mereka sendiri sebesar 4,7 poin persentase setiap tahun dari tahun 1998 hingga 2001—hanya dengan membeli tinggi dan menjual rendah.¹⁵

Jadi kapan Anda harus menjual? Berikut beberapa bendera merah yang pasti:

- perubahan strategi yang tajam dan tidak terduga, seperti dana “nilai” yang dimuat pada saham teknologi pada tahun 1999 atau dana “pertumbuhan” yang membeli berton-ton saham asuransi pada tahun 2002;
- peningkatan biaya, menunjukkan bahwa para manajer merogoh kocek mereka sendiri;
- tagihan pajak yang besar dan sering dihasilkan oleh perdagangan yang berlebihan;
- tiba-tiba kembali tidak menentu, seperti ketika dana yang sebelumnya konservatif menghasilkan kerugian besar (atau bahkan menghasilkan keuntungan raksasa).

¹⁴Lihat Sequoia's 30 Juni 1999, laporan kepada pemegang saham di www.sequoiafund.com/Reports/Quarterly/SemiAnn99.htm. Sequoia telah ditutup untuk investor baru sejak tahun 1982, yang telah memperkuat kinerjanya yang luar biasa.

¹⁵Jason Zweig, "Apa yang Perlu Diketahui Investor Dana," Uang, Juni, 2002, hlm. 110–115.

MENGAPA KITA MENCINTAI O U R O U I J A B O A R D S

Percaya—atau bahkan hanya berharap—bahwa kita dapat memilih dana terbaik di masa depan membuat kita merasa lebih baik. Ini memberi kita sensasi menyenangkan bahwa kita bertanggung jawab atas nasib investasi kita sendiri. Perasaan "aku-yang-mengendalikan-sini" ini adalah bagian dari kondisi manusia; itulah yang disebut psikolog terlalu percaya diri. Berikut adalah beberapa contoh cara kerjanya:

- Pada tahun 1999, Majalah Uang bertanya kepada lebih dari 500 orang apakah portofolio mereka telah mengalahkan pasar. Satu dari empat mengatakan ya. Namun, ketika diminta untuk menentukan pengembalian mereka, 80% dari investor tersebut melaporkan keuntungan lebih rendah dari pasar. (Empat persen tidak tahu berapa banyak portofolio mereka naik—tetapi yakin mereka telah mengalahkan pasar!)
- Sebuah penelitian di Swedia meminta pengemudi yang mengalami kecelakaan mobil parah untuk menilai keterampilan mereka sendiri di belakang kemudi. Orang-orang ini—termasuk beberapa polisi yang dianggap bertanggung jawab atas kecelakaan itu dan orang lain yang terluka parah sehingga mereka menjawab survei dari ranjang rumah sakit mereka—bersikeras bahwa mereka adalah pengemudi yang lebih baik dari rata-rata.
- Dalam jajak pendapat yang dilakukan pada akhir tahun 2000, Time dan CNN menanyakan lebih dari 1.000 pemilih kemungkinan apakah mereka pikir mereka berada di atas 1% dari populasi berdasarkan pendapatan. Sembilan belas persen menempatkan diri mereka di antara 1% orang Amerika terkaya.
- Pada akhir 1997, survei terhadap 750 investor menemukan bahwa 74% percaya kepemilikan reksa dana mereka akan “secara konsisten mengalahkan Standard & Poor's 500 setiap tahun”—meskipun sebagian besar dana gagal mengalahkan S&P 500 dalam jangka panjang dan banyak yang gagal mengalahkannya di tahun mana pun.¹

Meskipun optimisme semacam ini merupakan tanda normal dari jiwa yang sehat, hal itu tidak menjadikannya sebagai kebijakan investasi yang baik. Masuk akal untuk percaya bahwa Anda dapat memprediksi sesuatu hanya jika itu benar-benar dapat diprediksi. Kecuali Anda realistis, pencarian harga diri Anda akan berakhir dengan kekalahan diri sendiri.

¹Lihat Jason Zweig, “Apakah Anda Mengalahkan Pasar?” Uang, Januari 2000, hal. 55–58; Jajak pendapat Time/CNN #15, 25-26 Oktober 2000, pertanyaan 29.

Seperti yang dikatakan oleh konsultan investasi Charles Ellis, “Jika Anda tidak siap untuk tetap menikah, Anda tidak boleh menikah.”¹⁶ Investasi dana tidak berbeda. Jika Anda tidak siap untuk bertahan dengan dana setidaknya selama tiga tahun masa paceklik, Anda sebaiknya tidak membelinya sejak awal. Kesabaran adalah sekutu tunggal investor dana yang paling kuat.

¹⁶Lihat wawancara dengan Ellis di Jason Zweig, “Wall Street's Wisest Man,” *Uang*, Juni, 2001, hlm. 49–52.

Investor dan Penasihatnya

*T*Investasi uang dalam sekuritas adalah unik di antara operasi bisnis karena hampir selalu didasarkan pada tingkat tertentu pada saran yang diterima dari orang lain. Sebagian besar investor adalah amatir. Secara alami mereka merasa bahwa dalam memilih sekuritas mereka dapat memperoleh keuntungan dengan bimbingan profesional. Namun ada kekhasan yang melekat dalam konsep nasihat investasi.

Jika alasan orang berinvestasi adalah untuk menghasilkan uang, maka dalam mencari nasihat mereka meminta orang lain untuk memberi tahu mereka cara menghasilkan uang. Ide itu memiliki beberapa unsur kenaifan. Pengusaha mencari nasihat profesional tentang berbagai elemen bisnis mereka, tetapi mereka tidak berharap diberi tahu bagaimana cara menghasilkan keuntungan. Itu adalah bawliwick mereka sendiri. Ketika mereka, atau orang-orang non-bisnis, mengandalkan orang lain untuk menghasilkan keuntungan investasi bagi mereka, mereka mengharapkan semacam hasil yang tidak ada padanannya dalam urusan bisnis biasa.

Jika kita berasumsi bahwa ada hasil pendapatan normal atau standar yang akan diperoleh dari menginvestasikan uang dalam surat berharga, maka peran penasihat dapat lebih mudah ditetapkan. Dia akan menggunakan pelatihan dan pengalamannya yang unggul untuk melindungi kliennya dari kesalahan dan untuk memastikan bahwa mereka memperoleh hasil yang menjadi hak mereka. Adalah ketika investor menuntut lebih dari rata-rata pengembalian uangnya, atau ketika penasihatnya berjanji untuk melakukan yang lebih baik untuknya, muncul pertanyaan apakah lebih banyak yang diminta atau dijanjikan daripada yang kemungkinan akan diberikan.

Nasihat tentang investasi dapat diperoleh dari berbagai sumber. Ini termasuk: (1) kerabat atau teman, mungkin memiliki pengetahuan tentang sekuritas; (2) bankir lokal (komersial); (3) perusahaan pialang atau bank investasi; (4) jasa keuangan atau

berkala; dan (5) seorang penasihat investasi.* Karakter lain-lain dari daftar ini menunjukkan bahwa tidak ada pendekatan logis atau sistematis dalam hal ini yang telah mengkristal di benak para investor.

Pertimbangan akal sehat tertentu terkait dengan kriteria hasil normal atau standar yang disebutkan di atas. Tesis dasar kami adalah ini: Jika investor terutama mengandalkan nasihat orang lain dalam menangani dananya, maka dia harus membatasi dirinya dan penasihatnya secara ketat pada bentuk investasi standar, konservatif, dan bahkan tidak imajinatif, atau dia harus memiliki pengetahuan yang luar biasa akrab dan menyenangkan tentang orang yang akan mengarahkan dananya ke saluran lain. Tetapi jika ada hubungan bisnis atau profesional biasa antara investor dan penasihatnya, dia dapat menerima saran yang kurang konvensional hanya sejauh dia sendiri telah berkembang dalam pengetahuan dan pengalaman dan oleh karena itu menjadi kompeten untuk memberikan penilaian independen atas rekomendasi dari yang lain.

Penasihat Investasi dan Layanan Kepercayaan Bank

Penasihat investasi yang benar-benar profesional—yaitu, firma penasihat investasi yang mapan, yang membebankan biaya tahunan yang besar—cukup sederhana dalam janji dan kepura-puraan mereka. Untuk sebagian besar, mereka menempatkan dana klien mereka dalam sekuritas standar dengan bunga dan pembayaran dividen, dan mereka terutama mengandalkan pengalaman investasi normal untuk hasil keseluruhan mereka. Dalam kasus umum, diragukan apakah lebih dari 10% dari total dana pernah diinvestasikan dalam sekuritas selain dari perusahaan terkemuka, ditambah

* Daftar sumber untuk saran investasi tetap "beraneka ragam" seperti ketika Graham menulis. Sebuah survei investor yang dilakukan pada akhir tahun 2002 untuk Asosiasi Industri Sekuritas, sebuah kelompok perdagangan Wall Street, menemukan bahwa:

17% investor sangat bergantung pada nasihat investasi pada pasangan atau teman; 2% pada bankir; 16% pada broker; 10% untuk majalah keuangan; dan 24% pada perencana keuangan. Satu-satunya perbedaan dari hari Graham adalah bahwa 8% investor sekarang

sangat bergantung pada Internet dan 3% pada televisi keuangan.
(Melihat www.sia.com.)

obligasi pemerintah (termasuk masalah negara bagian dan kota); mereka juga tidak melakukan upaya serius untuk mengambil keuntungan dari perubahan di pasar umum.

Perusahaan penasihat investasi terkemuka tidak mengklaim dirinya brilian; mereka bangga karena berhati-hati, konservatif, dan kompeten. Tujuan utama mereka adalah untuk melestarikan nilai pokok selama bertahun-tahun dan menghasilkan tingkat pendapatan yang dapat diterima secara konservatif. Pencapaian apa pun di luar itu—dan mereka berusaha keras untuk mencapai tujuan yang lebih baik—mereka menganggap sifat layanan ekstra yang diberikan. Mungkin nilai utama mereka bagi klien mereka terletak pada melindungi mereka dari kesalahan yang mahal. Mereka menawarkan sebanyak yang diharapkan investor defensif dari konselor mana pun yang melayani masyarakat umum.

Apa yang telah kami katakan tentang firma penasihat investasi yang mapan berlaku secara umum untuk layanan perwalian dan penasihat dari bank-bank besar.*

Layanan Keuangan

Yang disebut layanan keuangan adalah organisasi yang mengirimkan buletin seragam (kadang-kadang dalam bentuk telegram) kepada pelanggan mereka. Subyek yang dibahas dapat mencakup keadaan dan prospek bisnis, perilaku dan prospek pasar sekuritas, serta informasi dan saran mengenai masalah individu. Seringkali ada "departemen penyelidikan" yang akan menjawab pertanyaan yang mempengaruhi pelanggan individu. Biaya layanan rata-rata jauh lebih rendah daripada biaya yang dibebankan oleh penasihat investasi kepada klien individu mereka. Beberapa organisasi—terutama Babson's dan Standard & Poor's—beroperasi pada tingkat yang terpisah sebagai layanan keuangan dan sebagai penasihat investasi. (Kebetulan, organisasi lain

* Karakter firma konseling investasi dan bank perwalian tidak berubah, tetapi hari ini mereka umumnya tidak menawarkan layanan mereka kepada investor dengan aset keuangan kurang dari \$1 juta; dalam beberapa kasus, diperlukan \$5 juta atau lebih. Saat ini ribuan perusahaan perencanaan keuangan independen melakukan fungsi yang sangat mirip, meskipun (seperti yang dikatakan analis Robert Veres) reksa dana telah

menggantikan saham unggulan karena investasi pilihan dan diversifikasi telah menggantikan "kualitas" sebagai standar keamanan.

tions—seperti Scudder, Stevens & Clark—beroperasi secara terpisah sebagai penasihat investasi dan sebagai satu atau lebih dana investasi.)

Jasa keuangan mengarahkan diri mereka, secara keseluruhan, ke segmen publik yang sangat berbeda dari yang dilakukan oleh perusahaan penasihat investasi. Klien yang terakhir umumnya ingin dibebaskan dari gangguan dan kebutuhan untuk membuat keputusan. Layanan keuangan menawarkan informasi dan bimbingan kepada mereka yang mengarahkan urusan keuangan mereka sendiri atau mereka sendiri yang menasihati orang lain. Banyak dari layanan ini membatasi diri secara eksklusif, atau hampir seperti itu, untuk meramalkan pergerakan pasar dengan berbagai metode "teknis". Kami akan mengabaikan ini dengan pengamatan bahwa pekerjaan mereka tidak berhubungan dengan "investor" sebagai istilah yang digunakan dalam buku ini.

Di sisi lain, beberapa yang paling terkenal—seperti Moody's Investment Service dan Standard & Poor's—diidentifikasi dengan organisasi statistik yang mengumpulkan data statistik yang sangat banyak yang membentuk dasar untuk semua analisis keamanan yang serius. Layanan ini memiliki klien yang bervariasi, mulai dari investor yang paling konservatif hingga spekulasi peringkat terbatas. Akibatnya mereka harus merasa sulit untuk mematuhi filosofi yang jelas atau mendasar dalam mencapai pendapat dan rekomendasi mereka.

Layanan lama seperti Moody's dan lainnya jelas harus memberikan sesuatu yang bermanfaat bagi kelas investor yang luas. Apa itu? Pada dasarnya mereka mengarahkan diri mereka pada hal-hal di mana rata-rata investor-spekulator aktif tertarik, dan pandangan mereka tentang hal ini memiliki otoritas tertentu atau setidaknya tampak lebih dapat diandalkan daripada pandangan klien tanpa bantuan.

Selama bertahun-tahun layanan keuangan telah membuat perkiraan pasar saham tanpa ada yang menganggap kegiatan ini sangat serius. Seperti orang lain di lapangan, mereka terkadang benar dan terkadang salah. Sedapat mungkin mereka melindungi pendapat mereka untuk menghindari risiko terbukti sepenuhnya salah. (Ada seni ungkapan Delphic yang dikembangkan dengan baik yang berhasil menyesuaikan diri dengan apa pun yang terjadi di masa depan.) Dalam pandangan kami—mungkin yang berprasangka—segmen karya mereka ini tidak memiliki signifikansi nyata kecuali

cahaya yang diberikannya pada sifat manusia di dalamnya. pasar sekuritas. Hampir semua orang yang tertarik pada saham biasa ingin diberi tahu oleh orang lain apa yang menurutnya akan dilakukan pasar. Permintaan yang ada, itu harus dipasok.

Interpretasi dan prakiraan mereka tentang kondisi bisnis, dari

tentu saja, jauh lebih berwibawa dan menginformasikan. Ini adalah bagian penting dari badan besar intelijen ekonomi yang tersebar terus menerus di antara pembeli dan penjual sekuritas dan cenderung menciptakan harga yang cukup rasional untuk saham dan obligasi dalam banyak keadaan. Tidak diragukan lagi materi yang diterbitkan oleh jasa keuangan menambah penyimpanan informasi yang tersedia dan memperkuat penilaian investasi klien mereka.

Sulit untuk mengevaluasi rekomendasi mereka atas sekuritas individual. Setiap layanan berhak untuk diadili secara terpisah, dan putusan dapat dengan tepat didasarkan hanya pada studi yang rumit dan inklusif yang mencakup bertahun-tahun. Dalam pengalaman kami sendiri, kami telah mencatat di antara mereka sikap meresap yang menurut kami cenderung merusak apa yang seharusnya bisa menjadi pekerjaan penasihat yang lebih berguna. Ini adalah pandangan umum mereka bahwa saham harus dibeli jika prospek bisnis jangka pendek menguntungkan dan harus dijual jika prospeknya tidak menguntungkan—terlepas dari harga saat ini. Prinsip dangkal seperti itu sering kali menghalangi layanan untuk melakukan pekerjaan analitis yang dapat dilakukan oleh staf mereka—yaitu, untuk memastikan apakah saham tertentu tampak over atau undervalued pada harga saat ini sehubungan dengan indikasi jangka panjangnya di masa depan. mendapat kekuatan.

Investor yang cerdas tidak akan melakukan jual beli hanya berdasarkan rekomendasi yang diterima dari layanan keuangan. Setelah titik ini ditetapkan, peran layanan keuangan kemudian menjadi berguna dalam menyediakan informasi dan menawarkan saran.

Saran dari Rumah Pialang

Mungkin volume terbesar informasi dan saran kepada publik pemilik sekuritas berasal dari pialang saham. Ini adalah anggota Bursa Efek New York, dan bursa lainnya, yang melaksanakan pesanan pembelian dan penjualan dengan komisi standar. Hampir semua rumah yang berhubungan dengan publik memiliki departemen "statistik" atau analitis, yang menjawab pertanyaan dan membuat rekomendasi. Banyak literatur analitis, beberapa di antaranya rumit dan mahal, didistribusikan secara gratis kepada pelanggan perusahaan—lebih mengesankan disebut sebagai klien.

Banyak yang dipertaruhkan dalam pertanyaan yang tampaknya tidak bersalah apakah "pelanggan" atau "klien" adalah nama yang

lebih tepat. Sebuah bisnis memiliki pelanggan; orang atau organisasi profesional memiliki

klien. Persaudaraan pialang Wall Street mungkin memiliki standar etika tertinggi dari bisnis apa pun, tetapi masih merasakan jalan menuju standar dan kedudukan profesi sejati.*

Di masa lalu Wall Street berkembang pesat terutama pada spekulasi, dan spekulasi pasar saham sebagai kelas hampir pasti akan kehilangan uang. Oleh karena itu, secara logis tidak mungkin bagi rumah pialang untuk beroperasi secara profesional sepenuhnya. Untuk melakukan itu, mereka harus mengarahkan upaya mereka untuk mengurangi daripada meningkatkan bisnis mereka.

Hal terjauh yang telah dilakukan oleh rumah pialang tertentu ke arah itu—dan bisa diharapkan untuk pergi—adalah menahan diri untuk tidak membujuk atau mendorong siapa pun untuk berspekulasi. Rumah-rumah tersebut telah membatasi diri untuk melaksanakan perintah yang diberikan kepada mereka, untuk menyediakan informasi dan analisis keuangan, dan untuk memberikan pendapat tentang manfaat investasi sekuritas. Jadi, setidaknya dalam teori, mereka tidak bertanggung jawab atas keuntungan atau kerugian pelanggan spekulatif mereka.

Namun, sebagian besar bursa saham masih menganut slogan lama bahwa mereka berbisnis untuk mendapatkan komisi dan bahwa cara untuk berhasil dalam bisnis adalah memberikan apa yang diinginkan pelanggan. Karena pelanggan yang paling menguntungkan menginginkan saran dan saran spekulatif, pemikiran dan aktivitas perusahaan tipikal cukup erat disesuaikan dengan perdagangan sehari-hari di pasar. Oleh karena itu, ia berusaha keras untuk membantu pelanggannya menghasilkan uang di bidang di mana mereka hampir dikutuk oleh hukum matematika untuk kalah pada akhirnya. Dengan ini kami maksudkan bahwa bagian spekulatif dari operasi mereka tidak dapat menguntungkan dalam jangka panjang untuk sebagian besar perantara-

* Secara keseluruhan, Graham adalah seorang pengamat yang tangguh dan sinis seperti yang pernah dilihat oleh Wall Street. Namun, dalam kasus yang jarang ini, dia hampir tidak cukup sinis. Wall Street mungkin memiliki standar etika yang lebih tinggi daripada beberapa bisnis (penyelundupan, prostitusi, lobi Kongres, dan jurnalisme muncul dalam pikiran) tetapi dunia investasi tetap memiliki cukup banyak pembohong, penipu, dan pencuri untuk membuat petugas check-in Setan sibuk selama beberapa dekade. datang. Ribuan orang yang membeli saham di akhir 1990-an dengan keyakinan bahwa analisis Wall Street memberikan nasihat yang tidak bias dan berharga telah belajar, dengan cara yang menyakitkan, betapa benarnya Graham dalam hal ini.

Menariknya, kritik pedas yang pada zamannya Graham tujukan pada pialang full service ini akhirnya berlaku juga pada pialang Internet diskon di

pelanggan rumah. Tetapi sejauh operasi mereka menyerupai investasi sejati, mereka dapat menghasilkan keuntungan investasi yang lebih dari mengimbangi kerugian spekulatif.

Investor memperoleh saran dan informasi dari bursa saham melalui dua jenis karyawan, yang sekarang dikenal secara resmi sebagai "broker pelanggan" (atau "eksekutif akun") dan analis keuangan.

Pialang pelanggan, juga disebut "perwakilan terdaftar", sebelumnya menyandang gelar "pelayan pelanggan" yang kurang bermartabat. Saat ini dia sebagian besar adalah individu dengan karakter yang baik dan pengetahuan yang cukup tentang sekuritas, yang beroperasi di bawah kode etik yang kaku. Namun demikian, karena bisnisnya adalah untuk mendapatkan komisi, ia hampir tidak bisa menghindari pemikiran spekulasi. Dengan demikian pembeli sekuritas yang ingin menghindari pengaruh pertimbangan spekulatif biasanya harus berhati-hati dan tegas dalam berurusan dengan pialang nasabahnya; dia harus menunjukkan dengan jelas, dengan kata dan perbuatan, bahwa dia tidak tertarik pada apa pun yang samar-samar menyerupai "tip" pasar saham. Setelah pialang pelanggan memahami dengan jelas bahwa ia memiliki investor sejati, ia akan menghormati sudut pandang ini dan bekerja sama dengannya.

Analisis keuangan, sebelumnya dikenal terutama sebagai analisis keamanan, adalah orang yang menjadi perhatian khusus penulis, yang telah menjadi dirinya sendiri selama lebih dari lima dekade dan telah membantu mendidik banyak orang lain. Pada tahap ini kami hanya mengacu pada analisis keuangan yang dipekerjakan oleh rumah pialang. Fungsi analisis keamanan cukup jelas dari gelarnya. Dialah yang mengerjakan studi terperinci tentang sekuritas individu, mengembangkan perbandingan yang cermat dari berbagai masalah di bidang yang sama, dan membentuk pendapat ahli tentang keamanan atau daya tarik atau nilai intrinsik dari semua jenis saham dan obligasi yang berbeda. .

akhir 1990-an. Perusahaan-perusahaan ini menghabiskan jutaan dolar untuk iklan mencolok yang mendorong pelanggan mereka untuk berdagang lebih banyak dan berdagang lebih cepat. Sebagian besar dari pelanggan itu akhirnya mengambil kantong mereka sendiri, daripada membayar orang lain untuk melakukannya untuk mereka—dan komisi murah untuk transaksi semacam itu adalah

penghiburan yang buruk untuk hasilnya. Lebih banyak perusahaan pialang tradisional, sementara itu, mulai menekankan perencanaan keuangan dan "manajemen aset terintegrasi," daripada memberi kompensasi kepada pialang mereka hanya berdasarkan berapa banyak komisi yang dapat mereka hasilkan.

Dengan apa yang tampaknya aneh bagi orang luar, tidak ada persyaratan formal untuk menjadi analis keamanan. Kontras dengan fakta bahwa broker pelanggan harus lulus ujian, memenuhi tes karakter yang disyaratkan, dan diterima dan didaftarkan oleh New York Stock Exchange. Praktisnya, hampir semua analis yang lebih muda telah memiliki pelatihan sekolah bisnis yang ekstensif, dan yang lebih tua telah memperoleh setidaknya yang setara di sekolah dengan pengalaman panjang. Dalam sebagian besar kasus, rumah pialang yang mempekerjakan dapat diandalkan untuk memastikan kualifikasi dan kompetensi analisnya.*

Pelanggan dari perusahaan pialang dapat berhubungan dengan analis keamanan secara langsung, atau kontakannya mungkin secara tidak langsung melalui pialang pelanggan. Dalam kedua kasus, analis tersedia untuk klien untuk sejumlah besar informasi dan saran. Mari kita membuat pernyataan tegas di sini. Nilai analis sekuritas bagi investor sangat bergantung pada sikap investor itu sendiri. Jika investor mengajukan pertanyaan yang tepat kepada analis, kemungkinan besar dia akan mendapatkan jawaban yang benar—atau paling tidak berharga. Para analis yang disewa oleh rumah pialang, kami yakin, sangat terhambat oleh perasaan umum bahwa mereka seharusnya menjadi analis pasar juga. Ketika mereka ditanya apakah saham biasa yang diberikan "sehat", pertanyaannya sering kali berarti, "Apakah saham ini kemungkinan akan naik selama beberapa bulan ke depan?" Akibatnya banyak dari mereka yang com-

* Ini tetap benar, meskipun banyak analis terbaik Wall Street memegang gelar analis keuangan sewaan. Sertifikasi CFA diberikan oleh Asosiasi Manajemen Investasi & Penelitian (sebelumnya Federasi Analis Keuangan) hanya setelah kandidat menyelesaikan studi yang ketat selama bertahun-tahun dan lulus serangkaian ujian yang sulit. Lebih dari 50.000 analis di seluruh dunia telah disertifikasi sebagai CFA. Sayangnya, survei terbaru oleh Profesor Stanley Block menemukan bahwa sebagian besar CFA mengabaikan ajaran Graham: Potensi pertumbuhan peringkat lebih tinggi daripada kualitas pendapatan, risiko, dan kebijakan dividen dalam menentukan rasio P/E, sementara jauh lebih banyak analis mendasarkan peringkat beli mereka pada harga terkini daripada pada prospek jangka panjang perusahaan. Lihat Stanley Block, "A Study of Financial Analysts: Practice and Theory," *Jurnal Analis Keuangan*, Juli/Agustus, 1999, www.aimrpubs.org. Seperti yang suka dikatakan Graham, buku-bukunya sendiri telah dibaca oleh—dan diabaikan oleh—lebih banyak orang daripada buku-buku keuangan lainnya.

didorong untuk menganalisis dengan satu mata pada ticker saham—pose yang tidak mendukung pemikiran yang masuk akal atau kesimpulan yang berharga.*

Pada bagian berikutnya dari buku ini kita akan membahas beberapa konsep dan kemungkinan pencapaian dari analisis keamanan. Banyak analis yang bekerja untuk perusahaan bursa dapat menjadi bantuan utama bagi investor bonafide yang ingin memastikan bahwa dia mendapatkan nilai penuh untuk uangnya, dan mungkin sedikit lebih banyak. Seperti dalam kasus pialang nasabah, yang diperlukan pada awalnya adalah pemahaman yang jelas oleh analis tentang sikap dan tujuan investor. Begitu analis yakin bahwa dia sedang berurusan dengan seorang pria yang berpikiran nilai daripada berpikiran kutipan, ada kemungkinan besar bahwa rekomendasinya akan terbukti bermanfaat secara keseluruhan.

Sertifikat CFA untuk Analis Keuangan

Sebuah langkah penting diambil pada tahun 1963 untuk memberikan kedudukan dan tanggung jawab profesional kepada analis keuangan. Gelar resmi analis keuangan carteran (CFA) sekarang diberikan kepada praktisi senior yang lulus ujian wajib dan memenuhi tes kebugaran lainnya.¹ Subyek yang dibahas meliputi analisis keamanan dan manajemen portofolio. Analogi dengan gelar profesional akuntan publik bersertifikat (CPA) yang sudah lama berdiri terbukti dan disengaja. Aparat pengakuan dan kontrol yang relatif baru ini harus berfungsi untuk meningkatkan standar analis keuangan dan pada akhirnya menempatkan pekerjaan mereka pada basis yang benar-benar profesional.[†]

* Sangat tidak biasa hari ini bagi seorang analis keamanan untuk mengizinkan orang biasa untuk menghubunginya secara langsung. Untuk sebagian besar, hanya bangsawan investor institusional yang diizinkan untuk mendekati takhta analis Wall Street yang maha kuasa. Seorang investor individu mungkin, mungkin, beruntung memanggil analis yang bekerja di perusahaan pialang "regional" yang berkantor pusat di luar New York City. Area hubungan investor di situs web sebagian besar perusahaan publik akan memberikan daftar analis yang mengikuti saham. Situs web seperti www.zacks.com dan www.multex.com menawarkan akses ke laporan penelitian analis—tetapi investor yang cerdas harus ingat bahwa sebagian besar analis tidak menganalisis bisnis. Sebaliknya, mereka terlibat dalam dugaan tentang harga saham di masa depan.

Benjamin Graham adalah kekuatan utama di balik pembentukan CFA program, yang dia anjurkan selama hampir dua dekade sebelum menjadi kenyataan.

Berurusan dengan Rumah Pialang

Salah satu perkembangan yang paling menggelisahkan dari periode di mana kami menulis revisi ini adalah rasa malu finansial—dengan kata sederhana, kebangkrutan atau hampir bangkrut—dari beberapa perusahaan Bursa Efek New York, termasuk setidaknya dua dari ukuran yang sangat besar.* Ini adalah pertama kalinya dalam setengah abad atau lebih hal seperti itu terjadi, dan ini mengejutkan karena lebih dari satu alasan. Selama beberapa dekade, Bursa Efek New York telah bergerak ke arah kontrol yang lebih ketat dan lebih ketat atas operasi dan kondisi keuangan para anggotanya—termasuk persyaratan modal minimum, audit mendadak, dan sejenisnya. Selain itu, kami telah 37 tahun mengontrol bursa dan anggotanya oleh Securities and Exchange Commission. Akhirnya, industri pialang saham itu sendiri telah beroperasi dalam kondisi yang menguntungkan—yaitu,

Masalah keuangan pertama dari rumah pialang (tahun 1969) dikaitkan dengan peningkatan volume itu sendiri. Ini, diklaim, membebani fasilitas mereka, meningkatkan overhead mereka, dan menghasilkan banyak masalah dalam membuat penyelesaian keuangan. Harus ditunjukkan bahwa ini mungkin pertama kalinya dalam sejarah bahwa perusahaan-perusahaan penting bangkrut karena mereka memiliki lebih banyak bisnis daripada yang bisa mereka tangani. Pada tahun 1970, ketika kegagalan pialang meningkat, mereka disalahkan terutama pada "penurunan volume." Keluhan aneh ketika seseorang mencerminkan bahwa omset

* Dua perusahaan yang ada dalam pikiran Graham mungkin adalah Du Pont, Glore, Forgan & Co. dan Goodbody & Co. Du Pont (didirikan oleh pewaris kekayaan kimia) diselamatkan dari kebangkrutan pada tahun 1970 hanya setelah pengusaha Texas H. Ross Perot meminjamkan lebih dari \$50 juta kepada perusahaan; Goodbody, perusahaan pialang terbesar kelima di Amerika Serikat, akan gagal pada akhir tahun 1970 jika Merrill Lynch tidak mengakuisisinya. Hayden, Stone & Co. juga akan bangkrut jika tidak diakuisisi. Pada tahun 1970, tidak kurang dari tujuh perusahaan pialang bangkrut. Kisah lucu tentang ekspansi berlebihan yang hiruk pikuk Wall Street pada akhir 1960-an diceritakan dengan indah dalam *The Go-Go Years* karya John Brooks (John Wiley & Sons, New York, 1999).

NYSE pada tahun 1970 berjumlah 2.937 juta saham, volume terbesar dalam sejarahnya dan lebih dari dua kali lebih besar dari tahun sebelum 1965. Selama 15 tahun pasar bull yang berakhir pada tahun 1964, volume tahunan rata-rata "hanya" 712 juta saham — seperempat dari angka tahun 1970—tetapi bisnis pialang telah menikmati kemakmuran terbesar dalam sejarahnya. Jika, seperti yang tampak, perusahaan anggota secara keseluruhan telah membiarkan biaya overhead dan biaya lainnya meningkat pada tingkat yang tidak dapat mempertahankan bahkan pengurangan ringan dalam volume selama bagian dari satu tahun, ini tidak berbicara dengan baik untuk bisnis mereka. ketajaman atau konservatisme keuangan mereka.

Penjelasan ketiga dari masalah keuangan akhirnya muncul dari kabut penyembunyian, dan kami menduga bahwa itu adalah yang paling masuk akal dan signifikan dari ketiganya. Tampaknya sebagian besar modal dari rumah pialang tertentu dipegang dalam bentuk saham biasa yang dimiliki oleh masing-masing mitra. Beberapa di antaranya tampaknya sangat spekulatif dan dibawa dengan nilai yang meningkat. Ketika pasar menurun pada tahun 1969, kuotasi surat berharga tersebut turun drastis dan sebagian besar modal perusahaan ikut lenyap bersama mereka.²Akibatnya para mitra berspekulasi dengan modal yang seharusnya melindungi pelanggan dari bahaya keuangan biasa dari bisnis pialang, untuk mendapatkan keuntungan ganda di atasnya. Ini tidak bisa dimaafkan; kami menahan diri untuk tidak mengatakan lebih banyak.

Investor harus menggunakan kecerdasannya tidak hanya dalam merumuskan kebijakan keuangannya tetapi juga dalam perincian terkait. Ini termasuk pilihan broker terkemuka untuk mengeksekusi perintahnya. Sampai saat ini cukup untuk menasihati pembaca kami untuk berurusan hanya dengan anggota New York Stock Exchange, kecuali dia memiliki alasan kuat untuk menggunakan perusahaan nonanggota. Dengan enggan, kita harus menambahkan beberapa saran lebih lanjut di bidang ini. Kami berpikir bahwa orang yang tidak membawa rekening margin—dan dalam kosakata kami ini berarti semua investor nonprofesional—seharusnya pengiriman dan penerimaan sekuritas mereka ditangani oleh bank mereka. Saat memberikan pesanan pembelian kepada pialang Anda, Anda dapat menginstruksikan mereka untuk mengirimkan sekuritas yang dibeli ke bank Anda dengan pembayaran oleh bank; sebaliknya, saat menjual Anda dapat menginstruksikan bank Anda untuk

mengirimkan sekuritas ke broker dengan pembayaran hasil. Layanan ini akan dikenakan biaya sedikit ekstra tetapi harus sepadan dengan biayanya dalam hal keamanan dan ketenangan pikiran. Saran ini mungkin

diabaikan, sebagaimana tidak lagi diminta, setelah investor yakin bahwa semua masalah perusahaan bursa telah diselesaikan, tetapi tidak sebelumnya.*

Bankir Investasi

Istilah "bankir investasi" diterapkan pada perusahaan yang terlibat dalam tingkat yang penting dalam memulai, menanggung, dan menjual penerbitan saham dan obligasi baru. (Menjamin emisi berarti menjamin kepada perusahaan penerbit, atau penerbit lain, bahwa sekuritas tersebut akan dijual sepenuhnya.) Sejumlah rumah pialang melakukan sejumlah kegiatan penjaminan emisi. Umumnya ini terbatas pada partisipasi dalam kelompok penjamin emisi yang dibentuk oleh bankir investasi terkemuka. Ada kecenderungan tambahan bagi perusahaan pialang untuk memulai dan mensponsori sejumlah kecil pembiayaan penerbitan baru, khususnya dalam bentuk penerbitan saham biasa yang lebih kecil ketika pasar bull sedang dalam ayunan penuh.

Perbankan investasi mungkin merupakan departemen yang paling terhormat dalam komunitas Wall Street, karena di sinilah keuangan memainkan peran konstruktifnya dalam memasok modal baru untuk perluasan industri. Kenyataannya, banyak dari membenaran teoretis untuk mempertahankan pasar saham yang aktif, terlepas dari eksekusi spekulatif yang sering terjadi, terletak pada kenyataan bahwa bursa sekuritas yang terorganisir memfasilitasi penjualan obligasi dan saham terbitan baru. Jika investor atau spekulasi tidak dapat mengharapkan untuk melihat pasar yang siap untuk sekuritas baru yang ditawarkan kepada mereka, mereka mungkin akan menolak untuk membelinya.

Hubungan antara bankir investasi dan

* Hampir semua transaksi perantara kini dilakukan secara elektronik, dan sekuritas tidak lagi "dikirimkan" secara fisik. Berkat pembentukan Securities Investor Protection Corporation, atau SIPC, pada tahun 1970, investor umumnya dijamin untuk memulihkan nilai akun penuh mereka jika perusahaan pialang mereka bangkrut. SIPC adalah konsorsium pialang yang dimandatkan pemerintah; semua anggota setuju untuk menyatukan aset mereka untuk menutupi kerugian yang ditimbulkan oleh pelanggan dari setiap perusahaan yang menjadi bangkrut. Perlindungan SIPC menghilangkan kebutuhan investor untuk melakukan pembayaran dan menerima pengiriman melalui perantara bank, seperti yang didesak Graham.

investor pada dasarnya adalah penjual kepada calon pembeli. Selama bertahun-tahun yang lalu, sebagian besar penawaran baru dalam nilai dolar terdiri dari penerbitan obligasi yang dibeli terutama oleh lembaga keuangan seperti bank dan perusahaan asuransi. Dalam bisnis ini para penjual keamanan telah berurusan dengan pembeli yang cerdik dan berpengalaman. Oleh karena itu, setiap rekomendasi yang dibuat oleh para bankir investasi kepada para pelanggan ini harus melalui pemeriksaan yang cermat dan skeptis. Dengan demikian, transaksi-transaksi ini hampir selalu dilakukan dengan landasan bisnis.

Tetapi situasi yang berbeda diperoleh dalam hubungan antara pembeli sekuritas individu dan perusahaan perbankan investasi, termasuk pialang saham yang bertindak sebagai penjamin emisi. Di sini pembeli sering tidak berpengalaman dan jarang cerdik. Dia mudah terpengaruh oleh apa yang dikatakan penjual kepadanya, terutama dalam hal masalah saham biasa, karena sering kali keinginannya yang tidak diakui dalam membeli terutama untuk mendapatkan keuntungan cepat. Efek dari semua ini adalah bahwa perlindungan investor publik kurang terletak pada kemampuan kritisnya sendiri daripada pada keraguan dan etika rumah penawaran.³

Merupakan penghargaan atas kejujuran dan kompetensi perusahaan penjamin emisi bahwa mereka mampu menggabungkan dengan cukup baik peran penasihat dan penjual yang sumbang. Tetapi tidak bijaksana bagi pembeli untuk mempercayai dirinya sendiri pada penilaian penjual. Pada tahun 1959 kami menyatakan pada titik ini: "Hasil buruk dari sikap yang tidak sehat ini muncul berulang kali di bidang penjaminan emisi dan dengan efek penting dalam penjualan masalah saham biasa baru selama periode spekulasi aktif." Tak lama kemudian peringatan ini terbukti sangat dibutuhkan. Seperti yang telah ditunjukkan, tahun 1960-61 dan, sekali lagi, 1968-1969 ditandai dengan pencurahan yang belum pernah terjadi sebelumnya dari isu-isu kualitas terendah, dijual kepada publik dengan harga penawaran yang sangat tinggi dan dalam banyak kasus didorong jauh lebih tinggi oleh spekulasi yang sembrono. dan beberapa semi-manipulasi.

Investor yang cerdas akan memperhatikan saran dan rekomendasi yang diterima dari rumah perbankan investasi, terutama yang dikenalnya memiliki reputasi yang sangat baik; tapi dia pasti akan membawa penilaian yang sehat dan independen untuk ditanggung

atas saran-saran ini—baik sarannya sendiri, jika dia kompeten, atau saran dari beberapa jenis penasihat lainnya.*

Penasihat lainnya

Merupakan kebiasaan lama yang baik, terutama di kota-kota kecil, untuk berkonsultasi dengan bankir setempat tentang investasi. Seorang bankir komersial mungkin bukan ahli yang menyeluruh tentang nilai-nilai keamanan, tetapi ia berpengalaman dan konservatif. Dia sangat berguna bagi investor yang tidak terampil, yang sering tergoda untuk menyimpang dari jalur kebijakan defensif yang lurus dan tidak menarik dan membutuhkan pengaruh yang stabil dari pikiran yang bijaksana. Investor yang lebih waspada dan agresif, yang mencari nasihat dalam pemilihan penawaran keamanan, biasanya tidak akan menemukan sudut pandang bankir komersial secara khusus sesuai dengan tujuannya sendiri.†

Kami mengambil sikap yang lebih kritis terhadap kebiasaan luas meminta nasihat investasi dari kerabat atau teman. Penanya selalu berpikir bahwa dia memiliki alasan yang baik untuk berasumsi bahwa orang yang dikonsultasikan memiliki pengetahuan atau pengalaman yang lebih tinggi. Pengamatan kami sendiri menunjukkan bahwa memilih penasihat awam yang memuaskan hampir sama sulitnya dengan memilih sekuritas yang tepat tanpa bantuan. Banyak nasihat buruk diberikan gratis.

Ringkasan

Investor yang bersedia membayar biaya untuk pengelolaan dana mereka dapat dengan bijaksana memilih beberapa perusahaan penasihat investasi yang mapan dan direkomendasikan. Sebagai alternatif, mereka dapat menggunakan departemen investasi dari perusahaan perwalian besar atau layanan pengawasan yang diberikan berdasarkan biaya oleh beberapa rumah Bursa Efek New York terkemuka. Hasil yang diharapkan tidak luar biasa, tetapi sepadan dengan rata-rata investor yang berpengetahuan luas dan berhati-hati.

*Mereka yang mengindahkan nasihat Graham tidak akan tertipu untuk membeli IPO Internet pada tahun 1999 dan 2000.

Peran tradisional bankir ini sebagian besar telah digantikan oleh akuntan, pengacara, atau perencana keuangan.

Sebagian besar pembeli sekuritas memperoleh nasihat tanpa membayarnya secara khusus. Oleh karena itu, masuk akal bahwa dalam sebagian besar kasus mereka tidak berhak dan tidak boleh mengharapkan hasil yang lebih baik daripada rata-rata. Mereka harus waspada terhadap semua orang, baik pialang pelanggan atau penjual sekuritas, yang menjanjikan pendapatan atau keuntungan spektakuler. Ini berlaku baik untuk pemilihan sekuritas maupun untuk panduan dalam seni perdagangan yang sulit dipahami (dan mungkin ilusif) di pasar.

Investor defensif, seperti yang telah kami definisikan, biasanya tidak akan dilengkapi untuk memberikan penilaian independen atas rekomendasi keamanan yang dibuat oleh penasihat mereka. Tetapi mereka dapat secara eksplisit—dan bahkan berulang-ulang—dalam menyatakan jenis sekuritas yang ingin mereka beli. Jika mereka mengikuti resep kami, mereka akan membatasi diri pada obligasi bermutu tinggi dan saham biasa dari perusahaan-perusahaan terkemuka, lebih disukai yang dapat dibeli pada tingkat harga individual yang tidak tinggi berdasarkan pengalaman dan analisis. Analisis sekuritas dari setiap bursa saham terkemuka dapat membuat daftar saham biasa yang sesuai dan dapat menyatakan kepada investor apakah tingkat harga yang ada saat ini cukup konservatif seperti yang dinilai dari pengalaman masa lalu.

Investor agresif biasanya akan bekerja sama aktif dengan para penasihatnya. Dia ingin rekomendasi mereka dijelaskan secara rinci, dan dia akan bersikeras untuk memberikan penilaiannya sendiri kepada mereka. Ini berarti bahwa investor akan mengarahkan harapan dan karakter operasi keamanannya untuk pengembangan pengetahuan dan pengalamannya sendiri di lapangan. Hanya dalam kasus luar biasa, di mana integritas dan kompetensi penasihat telah ditunjukkan secara menyeluruh, investor harus bertindak atas saran orang lain tanpa memahami dan menyetujui keputusan yang dibuat.

Selalu ada penjual saham dan pialang saham yang tidak berprinsip, dan—tentu saja—kami telah menyarankan pembaca kami untuk membatasi transaksi mereka, jika mungkin, kepada anggota Bursa Efek New York. Tetapi kami dengan enggan terpaksa menambahkan nasihat ekstra hati-hati bahwa pengiriman dan pembayaran keamanan dilakukan melalui perantara bank investor. Gambaran rumah pialang Wall Street yang menyedihkan mungkin telah hilang sepenuhnya dalam beberapa tahun, tetapi pada akhir

tahun 1971 kami masih menyarankan, "Lebih baik aman daripada menyesal."

KOMENTAR PADA BAB 10

Saya merasa bersyukur kepada gadis Milesian yang, melihat filsuf Thales terus-menerus menghabiskan waktunya untuk merenungkan kubah surgawi dan selalu mengarahkan matanya ke atas, meletakkan sesuatu di jalannya untuk membuatnya tersandung, untuk memperingatkannya bahwa itu akan terjadi. waktu untuk menghibur pikirannya dengan hal-hal di awan ketika dia melihat orang-orang di kakinya. Memang dia memberinya nasihat yang baik, untuk melihat dirinya sendiri daripada ke langit.

—*Michel de Montaigne*

APAKAH ANDA MEMERLUKAN BANTUAN ?

Di masa kejayaan akhir 1990-an, banyak investor memilih untuk melakukannya sendiri. Dengan melakukan penelitian mereka sendiri, memilih saham sendiri, dan menempatkan perdagangan mereka melalui broker online, para investor ini melewati infrastruktur penelitian, saran, dan perdagangan Wall Street yang mahal. Sayangnya, banyak do-it-yourselfers menegaskan kemandirian mereka tepat sebelum pasar beruang terburuk sejak Depresi Hebat—membuat mereka merasa, pada akhirnya, bahwa mereka bodoh karena melakukannya sendiri. Itu belum tentu benar, tentu saja; orang yang mendelegasikan setiap keputusan kepada pialang saham tradisional juga kehilangan uang.

Tetapi banyak investor yang merasa nyaman dengan pengalaman, penilaian, dan opini kedua yang dapat diberikan oleh penasihat keuangan yang baik. Beberapa investor mungkin memerlukan orang luar untuk menunjukkan kepada mereka berapa tingkat pengembalian yang mereka butuhkan untuk memperoleh investasi mereka, atau berapa banyak uang ekstra yang perlu mereka simpan, untuk memenuhi tujuan keuangan mereka. Orang lain mungkin hanya mendapat manfaat dari menyalahkan orang lain ketika investasi mereka turun; dengan begitu, alih-alih menyalahkan diri sendiri dalam penderitaan karena keraguan diri, Anda bisa mengkritik seseorang yang biasanya dapat membela dirinya dan mendorong Anda pada

saat yang sama. Itu mungkin hanya memberikan dorongan psikologis yang Anda butuhkan untuk terus berinvestasi dengan mantap pada suatu waktu

ketika hati investor lain mungkin mengecewakan mereka. Secara keseluruhan, sama seperti tidak ada alasan Anda tidak dapat mengelola portofolio Anda sendiri, jadi tidak perlu malu untuk mencari bantuan profesional dalam mengelolanya.¹

Bagaimana Anda bisa tahu jika Anda membutuhkan bantuan? Berikut adalah beberapa sinyal:

Kerugian besar. Jika portofolio Anda kehilangan lebih dari 40% nilainya dari awal tahun 2000 hingga akhir tahun 2002, maka Anda bahkan lebih buruk daripada kinerja buruk pasar saham itu sendiri. Tidak masalah apakah Anda gagal karena malas, sembrono, atau hanya sial; setelah kerugian besar, portofolio Anda berteriak minta tolong.

Anggaran macet. Jika Anda terus-menerus berjuang untuk memenuhi kebutuhan, tidak tahu ke mana uang Anda pergi, merasa tidak mungkin untuk menabung dengan jadwal yang teratur, dan secara kronis gagal membayar tagihan Anda tepat waktu, maka keuangan Anda di luar kendali. Seorang penasihat dapat membantu Anda menguasai uang Anda dengan merancang rencana keuangan komprehensif yang akan menguraikan bagaimana—dan berapa banyak—yang harus Anda belanjakan, pinjam, simpan, dan investasikan.

Portofolio kacau. Terlalu banyak investor mengira mereka terdiversifikasi pada akhir 1990-an karena mereka memiliki 39 saham Internet yang "berbeda", atau tujuh dana saham pertumbuhan AS yang "berbeda". Tapi itu seperti berpikir bahwa paduan suara yang semuanya sopran dapat menangani nyanyian "Old Man River" lebih baik daripada solois sopran. Tidak peduli berapa banyak sopran yang Anda tambahkan, chorus itu tidak akan pernah bisa menyelesaikan semua nada rendah itu sampai beberapa bariton bergabung dengan grup. Demikian juga, jika semua kepemilikan Anda naik dan turun bersama-sama, Anda tidak memiliki harmoni investasi yang dibawa oleh diversifikasi sejati. Rencana "alokasi aset" profesional dapat membantu.

Perubahan besar. Jika Anda telah menjadi wiraswasta dan perlu menyiapkan rencana pensiun, orang tua Anda yang sudah lanjut usia tidak mengatur keuangan mereka, atau biaya kuliah untuk anak-anak Anda terlihat tidak terjangkau, seorang penasihat tidak hanya dapat memberikan ketenangan pikiran tetapi juga membantu Anda membuat perbaikan nyata dalam kualitas hidup Anda. Terlebih lagi, seorang profesional yang memenuhi syarat dapat memastikan bahwa Anda mendapat manfaat dari dan

mematuhi kompleksitas yang mengejutkan dari undang-undang pajak dan aturan pensiun.

T R U S T , T H E N V E R I F Y

Ingatlah bahwa penipu keuangan berkembang dengan membujuk Anda untuk mempercayai mereka dan dengan membujuk Anda untuk tidak menyelidiki mereka. Sebelum Anda menempatkan

¹Untuk pembahasan yang sangat mendalam tentang masalah ini, lihat Walter Updegrave, "Advice on Advice," *Money*, January, 2003, hlm. 53–55.

masa depan keuangan Anda di tangan seorang penasihat, sangat penting bagi Anda untuk menemukan seseorang yang tidak hanya membuat Anda nyaman tetapi juga kejujurannya tidak tercela. Seperti yang biasa dikatakan Ronald Reagan, “Percayai, lalu verifikasi.” Mulailah dengan memikirkan segelintir orang yang paling Anda kenal dan paling percayai. Kemudian tanyakan apakah mereka dapat merujuk Anda ke penasihat yang mereka percayai dan yang, menurut mereka, memberikan nilai yang baik untuk biayanya. Suara kepercayaan dari seseorang yang Anda kagumi adalah awal yang baik.²

Begitu Anda memiliki nama penasihat dan firmanya, serta keahliannya—apakah dia seorang pialang saham? perencana keuangan? akuntan? agen asuransi?—Anda dapat memulai uji tuntas Anda. Masukkan nama penasihat dan perusahaannya ke dalam mesin pencari Internet seperti Google untuk melihat apakah ada sesuatu yang muncul (perhatikan istilah-istilah seperti “denda”, “keluhan”, “tuntutan hukum”, “tindakan disipliner”, atau “penanggungan”). Jika penasihatnya adalah pialang saham atau agen asuransi, hubungi kantor komisaris sekuritas negara bagian Anda (direktori tautan online yang nyaman ada di www.nasba.org) untuk menanyakan apakah ada tindakan disipliner atau keluhan pelanggan telah diajukan terhadap penasihat.³ Jika Anda mempertimbangkan seorang akuntan yang juga berfungsi sebagai penasihat keuangan, regulator akuntansi negara bagian Anda (yang dapat Anda temukan melalui National Association of State Boards of Accountancy di www.nasba.org) akan memberi tahu Anda apakah catatannya bersih.

Perencana keuangan (atau perusahaan mereka) harus mendaftar ke Komisi Sekuritas dan Bursa AS atau regulator sekuritas di negara bagian tempat praktik mereka berada. Sebagai bagian dari pendaftaran itu, penasihat harus mengajukan dokumen dua bagian yang disebut Formulir ADV. Anda harus dapat melihat dan mengunduhnya di www.advisorinfo.sec.gov, www.iard.com, atau situs web regulator sekuritas negara bagian Anda. Berikan perhatian khusus pada Halaman Pelaporan Pengungkapan, di mana penasihat harus mengungkapkan tindakan disipliner apa pun oleh regulator. (Karena unscrupu-

²Jika Anda tidak dapat memperoleh rujukan dari seseorang yang Anda percayai, Anda mungkin dapat menemukan perencana keuangan hanya-biaya melalui www.napfa.org (atau www.feeonly.org), yang anggotanya umumnya memegang standar layanan dan integritas yang tinggi.

³Dengan sendirinya, keluhan pelanggan tidak cukup untuk mendiskualifikasi penasihat dari pertimbangan Anda; tetapi pola keluhan yang terus-menerus. Dan tindakan disipliner oleh regulator negara bagian atau Federal biasanya meminta Anda untuk mencari penasihat lain. Sumber lain untuk memeriksa catatan broker adalah <http://pdpi.nasdr.com/PDPI>.

Penasihat buruk telah diketahui menghapus halaman-halaman itu sebelum menyerahkan ADV kepada calon klien, Anda harus secara mandiri mendapatkan salinan lengkap Anda sendiri.) Merupakan ide bagus untuk memeriksa ulang catatan perencana keuangan di www.cfp-board.org, karena beberapa perencana yang telah didisiplinkan di luar negara bagian mereka dapat terjerumus ke dalam celah peraturan. Untuk kiat lebih lanjut tentang uji tuntas, lihat bilah sisi di bawah.

PERINGATAN KATA

Perlunya uji tuntas tidak berhenti begitu Anda menyewa seorang penasihat. Melanie Senter Lubin, komisaris sekuritas untuk Negara Bagian Maryland, menyarankan untuk waspada terhadap kata-kata dan frasa yang dapat menimbulkan masalah. Jika penasihat Anda terus mengatakannya—atau memutar lengan Anda untuk melakukan apa pun yang membuat Anda tidak nyaman—“maka segera hubungi pihak berwenang,” Lubin memperingatkan. Inilah jenis istilah yang seharusnya memicu lonceng peringatan:

"di lepas pantai"
 "kesempatan seumur
 hidup"
 "bank utama"
 "Bayi ini akan
 bergerak."
 "terjamin"
 "Kamu harus cepat."
 "Itu hal yang pasti."
 "milik kami
 model komputer"
 "Uang pintar adalah
 membelinya."
 "strategi opsi"
 "Tidak perlu
 dipikirkan lagi."
 "Anda tidak mampu
 untuk tidak
 memilikinya."

"Kita bisa
 mengalahkan
 pasar."
 "Kamu akan menyesal
 jika tidak. . ."

"eksklusif"

"Anda harus fokus
pada kinerja, bukan
biaya."

"Apakah kamu tidak
ingin menjadi kaya?"

"tidak bisa kalah"

"Kelebihannya sangat
besar." "Tidak ada
kerugian." "Aku
menempatkan ibuku
di dalamnya."

"Percayalah padaku."

"perdagangan komoditas"

"pengembalian bulanan"

"alokasi aset aktif
strategi"

"Kami dapat
membatasi
kerugian Anda."

"Tidak ada orang lain yang
tahu bagaimana
melakukan ini."

UNTUK MENGENAL ANDA

Sebuah buletin perencanaan keuangan terkemuka baru-baru ini meneliti lusinan penasihat untuk mendapatkan pemikiran mereka tentang bagaimana Anda harus mewawancarai mereka.⁴ Dalam menyaring seorang penasihat, tujuan Anda adalah untuk:

- menentukan apakah dia peduli untuk membantu klien, atau hanya melakukan gerakan
- tentukan apakah dia memahami prinsip-prinsip dasar investasi seperti yang diuraikan dalam buku ini
- menilai apakah dia cukup terdidik, terlatih, dan berpengalaman untuk membantu Anda.

Berikut adalah beberapa pertanyaan yang direkomendasikan oleh perencanaan keuangan terkemuka untuk diajukan kepada calon klien:

Mengapa Anda dalam bisnis ini? Apa pernyataan misi perusahaan Anda? Selain jam kerja Anda, apa yang membuat Anda bangun di pagi hari?

Apa filosofi investasi Anda? Apakah Anda menggunakan saham atau reksa dana? Apakah Anda menggunakan analisis teknis? Apakah Anda menggunakan waktu pasar? (Sebuah "ya" untuk salah satu dari dua pertanyaan terakhir adalah sinyal "tidak" untuk Anda.)

Apakah Anda hanya berfokus pada manajemen aset, atau apakah Anda juga memberi nasihat tentang pajak, perencanaan harta dan pensiun, penganggaran dan manajemen utang, dan asuransi? Bagaimana pendidikan, pengalaman, dan kredensial Anda membuat Anda memenuhi syarat untuk memberikan nasihat keuangan semacam itu?⁵

Kebutuhan apa yang biasanya dimiliki klien Anda? Bagaimana Anda dapat membantu saya mencapai tujuan saya? Bagaimana Anda akan melacak dan melaporkan kemajuan saya? Apakah Anda menyediakan daftar periksa yang dapat saya gunakan untuk memantau pelaksanaan setiap rencana keuangan yang kami kembangkan?

⁴Robert Veres, editor dan penerbit buletin Inside Information, dengan murah hati membagikan tanggapan ini untuk buku ini. Daftar pertanyaan lainnya dapat ditemukan di www.cfp-board.org dan www.napfa.org.

⁵Kredensial seperti CFA, CFP, atau CPA memberi tahu Anda bahwa penasihat telah mengambil dan lulus kursus studi yang ketat. (Sebagian besar "sup alfabet" kredensial lainnya yang dicapai oleh perencana keuangan,

termasuk "CFM" atau "CMFC", sangat sedikit artinya.) Lebih penting lagi, dengan menghubungi organisasi yang memberikan kredensial, Anda dapat memverifikasi catatannya dan periksa apakah dia tidak didisiplinkan karena pelanggaran aturan atau etika.

Bagaimana Anda memilih investasi? Pendekatan investasi apa yang Anda yakini paling berhasil, dan bukti apa yang dapat Anda tunjukkan kepada saya bahwa Anda telah mencapai kesuksesan semacam itu untuk klien Anda? Apa yang Anda lakukan ketika investasi berkinerja buruk selama satu tahun penuh? (Setiap penasihat yang menjawab "jual" tidak layak untuk dipekerjakan.)

Apakah Anda, ketika merekomendasikan investasi, menerima segala bentuk kompensasi dari pihak ketiga? Mengapa atau mengapa tidak? Dalam situasi apa? Berapa, dalam dolar sebenarnya, yang Anda perkirakan akan saya bayar untuk layanan Anda pada tahun pertama? Apa yang akan membuat angka itu naik atau turun dari waktu ke waktu? (Jika biaya akan menghabiskan lebih dari 1% aset Anda setiap tahun, Anda mungkin harus berbelanja untuk penasihat lain.⁶)

Berapa banyak klien yang Anda miliki, dan seberapa sering Anda berkomunikasi dengan mereka? Apa pencapaian paling membanggakan Anda untuk klien? Karakteristik apa yang dimiliki klien favorit Anda? Apa pengalaman terburuk yang Anda alami dengan klien, dan bagaimana Anda mengatasinya? Apa yang menentukan apakah klien berbicara kepada Anda atau kepada staf pendukung Anda? Berapa lama klien biasanya tinggal bersama Anda?

Dapatkah saya melihat contoh laporan rekening? (Jika Anda tidak dapat memahaminya, mintalah penasihat untuk menjelaskannya. Jika Anda tidak dapat memahami penjelasannya, dia tidak tepat untuk Anda.)

Apakah Anda menganggap diri Anda sukses secara finansial? Mengapa? Bagaimana Anda mendefinisikan kesuksesan finansial?

Seberapa tinggi pengembalian tahunan rata-rata yang menurut Anda layak untuk investasi saya? (Apa pun yang lebih dari 8% hingga 10% tidak realistis.)

Maukah Anda memberikan resume Anda, Formulir ADV Anda, dan setidaknya tiga referensi? (Jika penasihat atau firmanya diminta untuk mengajukan ADV, dan dia tidak akan memberi Anda salinannya, bangun dan pergi—dan simpan satu tangan di dompet Anda saat Anda pergi.)

Apakah Anda pernah memiliki keluhan resmi yang diajukan terhadap Anda? Mengapa klien terakhir yang memecat Anda melakukannya?

⁶Jika Anda memiliki kurang dari \$100.000 untuk diinvestasikan, Anda mungkin tidak dapat menemukan penasihat keuangan yang akan mengambil akun Anda. Dalam hal ini, belilah sekeranjang dana indeks

berbiaya rendah yang terdiversifikasi, ikuti saran perilaku di seluruh buku ini, dan portofolio Anda pada akhirnya akan tumbuh ke tingkat di mana Anda mampu membeli penasihat.

DE FEA TINGY OU RO WN W ATAU ST ENE MY

Akhirnya, ingatlah bahwa penasihat keuangan yang hebat tidak tumbuh di pohon. Seringkali, yang terbaik sudah memiliki klien sebanyak yang bisa mereka tangani—dan mungkin bersedia menerima Anda hanya jika Anda tampak seperti pasangan yang cocok. Jadi mereka akan menanyakan beberapa pertanyaan sulit juga, yang mungkin termasuk:

Mengapa Anda merasa membutuhkan penasihat keuangan? Apa tujuan jangka panjang Anda?

Apa frustrasi terbesar Anda dalam berurusan dengan penasihat lain (termasuk diri Anda sendiri)?

Apakah Anda memiliki anggaran? Apakah Anda hidup sesuai kemampuan Anda? Berapa persen aset Anda yang Anda belanjakan setiap tahun?

Ketika kita melihat ke belakang setahun dari sekarang, apa yang harus saya capai agar Anda bahagia dengan kemajuan Anda?

Bagaimana Anda menangani konflik atau perbedaan pendapat?

Bagaimana Anda menanggapi secara emosional pasar beruang yang dimulai pada?

2000?

Apa ketakutan finansial terburuk Anda? Harapan finansial terbesar Anda?

Berapa tingkat pengembalian investasi Anda yang Anda anggap alasan-sanggup? (Dasarkan jawaban Anda pada Bab 3.)

Seorang penasihat yang tidak mengajukan pertanyaan seperti ini—dan yang tidak menunjukkan minat yang cukup pada Anda untuk merasakan secara intuitif pertanyaan lain yang Anda anggap tepat—tidak cocok.

Di atas segalanya, Anda harus cukup memercayai penasihat Anda untuk mengizinkannya melindungi Anda dari musuh terburuk Anda—diri Anda sendiri. "Anda menyewa seorang penasihat," jelas komentator Nick Murray, "bukan untuk mengelola uang tetapi untuk mengelola Anda."

"Jika penasihat adalah garis pertahanan antara Anda dan kecenderungan impulsif terburuk Anda," kata analis perencanaan keuangan Robert Veres, "maka dia harus memiliki sistem yang akan membantu Anda berdua mengendalikannya." Di antara sistem itu:

- rencana keuangan komprehensif yang menguraikan bagaimana Anda akan memperoleh, menyimpan, membelanjakan, meminjam, dan menginvestasikan uang Anda;

- pernyataan kebijakan investasi yang menjelaskan pendekatan fundamental Anda dalam berinvestasi;
- rencana alokasi aset yang merinci berapa banyak uang yang akan Anda simpan dalam berbagai kategori investasi.

Ini adalah blok bangunan di mana keputusan keuangan yang baik harus dibuat, dan keputusan itu harus dibuat bersama—oleh Anda dan penasihat—bukan dipaksakan secara sepihak. Anda tidak boleh menginvestasikan satu dolar atau membuat keputusan sampai Anda yakin bahwa fondasi ini ada dan sesuai dengan keinginan Anda.

BAB 11

Analisis Keamanan untuk Investor Awam: Pendekatan Umum

F analisis keuangan sekarang menjadi profesi, atau semiprofesi yang mapan dan berkembang. Berbagai perkumpulan analis yang membentuk Federasi Nasional Analis Keuangan telah berlebihan 13.000 anggota, sebagian besar mencari nafkah dari cabang aktivitas mental ini. Analis keuangan memiliki buku teks, kode etik, dan jurnal triwulanan.* Mereka juga memiliki masalah yang belum terselesaikan. Dalam beberapa tahun terakhir ada kecenderungan untuk menggantikan konsep umum “analisis keamanan” dengan konsep “analisis keuangan”. Ungkapan terakhir memiliki implikasi yang lebih luas dan lebih cocok untuk menggambarkan pekerjaan sebagian besar analis senior di Wall Street. Akan berguna untuk menganggap analisis keamanan sebagai membatasi dirinya cukup banyak untuk pemeriksaan dan evaluasi saham dan obligasi, sedangkan analisis keuangan akan terdiri dari pekerjaan itu, ditambah penentuan kebijakan investasi (pemilihan portofolio), ditambah sejumlah besar analisis ekonomi umum. analisis.¹Dalam bab ini kita akan menggunakan sebutan apa pun yang paling dapat diterapkan, dengan penekanan utama pada pekerjaan analis keamanan yang sebenarnya.

Analis keamanan berurusan dengan masa lalu, sekarang, dan masa depan dari setiap masalah keamanan yang diberikan. Dia menjelaskan bisnis; dia merangkum hasil operasi dan posisi keuangannya; ia menetapkan titik kuat dan lemahnya, kemungkinan dan risikonya; ia memperkirakan kekuatan penghasilan masa depan di bawah berbagai asumsi, atau sebagai

* Federasi Nasional Analis Keuangan sekarang menjadi Asosiasi Manajemen dan Riset Investasi; publikasi penelitian "triwulanan", Financial Analysts Journal, sekarang muncul setiap bulan.

"tamu terbaik." Dia membuat perbandingan yang rumit dari berbagai perusahaan, atau dari perusahaan yang sama pada waktu yang berbeda. Akhirnya, ia menyatakan pendapat tentang keamanan penerbitan, apakah itu obligasi atau saham preferen tingkat investasi, atau tentang daya tariknya sebagai pembelian, jika itu adalah saham biasa.

Dalam melakukan semua hal ini, analis keamanan memanfaatkan sejumlah teknik, mulai dari yang paling dasar hingga yang paling muskil. Dia dapat mengubah secara substansial angka-angka dalam laporan tahunan perusahaan, meskipun angka-angka itu mengandung imprimatur suci dari akuntan publik bersertifikat. Dia waspada terutama untuk item dalam laporan ini yang mungkin berarti lebih atau kurang dari yang mereka katakan.

Analisis keamanan mengembangkan dan menerapkan standar keamanan yang dengannya kita dapat menyimpulkan apakah obligasi tertentu atau saham preferen dapat disebut cukup baik untuk membenarkan pembelian untuk investasi. Standar-standar ini terutama berhubungan dengan pendapatan rata-rata masa lalu, tetapi juga berkaitan dengan struktur modal, modal kerja, nilai aset, dan hal-hal lain.

Dalam berurusan dengan saham biasa, analisis sekuritas sampai saat ini jarang menerapkan standar nilai yang didefinisikan dengan baik seperti standar keamanannya untuk obligasi dan saham preferen. Sebagian besar waktu dia mempersoalkan dirinya sendiri dengan ringkasan kinerja masa lalu, perkiraan masa depan yang kurang lebih umum — dengan penekanan khusus pada 12 bulan ke depan — dan kesimpulan yang agak sewenang-wenang. Yang terakhir, dan masih, sering digambar dengan satu mata pada ticker saham atau grafik pasar. Namun, dalam beberapa tahun terakhir, banyak perhatian telah diberikan oleh para analis praktik terhadap masalah penilaian saham pertumbuhan. Banyak di antaranya telah dijual dengan harga tinggi sehubungan dengan pendapatan masa lalu dan saat ini sehingga mereka yang merekomendasikannya merasakan kewajiban khusus untuk membenarkan pembelian mereka dengan proyeksi yang cukup pasti dari pendapatan yang diharapkan berjalan cukup jauh ke masa depan. Teknik matematika tertentu dari jenis yang agak canggih terpaksa digunakan untuk mendukung penilaian yang dicapai.

Kita akan membahas teknik-teknik ini, dalam bentuk singkatnya, nanti. Namun, kita harus menunjukkan paradoks yang menyusahkan di sini, yaitu bahwa penilaian

matematis telah menjadi paling umum tepatnya di daerah-daerah di mana orang mungkin menganggapnya paling tidak dapat diandalkan. Untuk semakin tergantung penilaian menjadi

antisipasi masa depan — dan semakin sedikit dikaitkan dengan angka yang ditunjukkan oleh kinerja masa lalu — semakin rentan terhadap kemungkinan kesalahan perhitungan dan kesalahan serius. Sebagian besar nilai yang ditemukan untuk saham pertumbuhan multiplier tinggi berasal dari proyeksi masa depan yang sangat berbeda dari kinerja masa lalu—kecuali mungkin dalam tingkat pertumbuhan itu sendiri. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa analisis keamanan saat ini menemukan diri mereka terdorong untuk menjadi paling matematis dan "ilmiah" dalam situasi yang paling tidak menguntungkan untuk perlakuan yang tepat.*

Namun, mari kita lanjutkan dengan diskusi kita tentang elemen dan teknik analisis keamanan yang lebih penting. Perlakuan yang sangat kental saat ini diarahkan pada kebutuhan investor non-profesional. Setidaknya dia harus memahami apa yang dibicarakan dan dikemukakan oleh analisis keamanan; di luar itu, ia harus diperlengkapi, jika mungkin, untuk membedakan antara analisis yang dangkal dan yang masuk akal.

Analisis keamanan untuk investor awam dianggap sebagai permulaan

* Semakin tinggi tingkat pertumbuhan yang Anda proyeksikan, dan semakin lama periode mendatang Anda memproyeksikannya, semakin sensitif perkiraan Anda terhadap kesalahan sekecil apa pun. Jika, misalnya, Anda memperkirakan bahwa perusahaan yang menghasilkan \$1 per saham dapat meningkatkan laba tersebut sebesar 15% per tahun selama 15 tahun ke depan, pendapatannya akan berakhir pada \$8,14. Jika pasar menilai perusahaan dengan laba 35 kali lipat, saham tersebut akan menyelesaikan periode tersebut dengan harga kira-kira \$285. Tetapi jika pendapatan tumbuh sebesar 14%, bukan 15%, perusahaan akan memperoleh \$7,14 pada akhir periode—dan, karena kaget dengan kekurangan itu, investor tidak lagi bersedia membayar 35 kali lipat pendapatan. Pada, katakanlah, 20 kali pendapatan, saham akan berakhir sekitar \$140 per saham, atau lebih dari 50% lebih sedikit. Karena matematika tingkat lanjut memberikan tampilan presisi pada proses prakiraan masa depan yang rapuh, investor harus sangat skeptis terhadap siapa pun yang mengklaim memegang kunci komputasi kompleks apa pun untuk masalah keuangan dasar. Seperti yang dikatakan Graham: "Dalam 44 tahun pengalaman dan studi Wall Street, saya belum pernah melihat perhitungan yang dapat diandalkan tentang nilai saham biasa, atau kebijakan investasi terkait, yang melampaui aritmatika sederhana atau aljabar paling dasar. Kapan pun kalkulus dimasukkan, atau aljabar yang lebih tinggi, Anda dapat menganggapnya sebagai sinyal peringatan bahwa operator mencoba mengganti teori dengan pengalaman, dan biasanya juga memberikan spekulasi kedok investasi yang menipu." (Lihat hal. 570.) Saya belum pernah melihat perhitungan yang dapat diandalkan tentang nilai saham biasa, atau kebijakan investasi terkait, yang melampaui aritmatika sederhana atau aljabar paling dasar. Kapan pun kalkulus dimasukkan, atau aljabar yang lebih tinggi, Anda dapat menganggapnya sebagai sinyal peringatan bahwa operator

mencoba mengganti teori dengan pengalaman, dan biasanya juga memberikan spekulasi kedok investasi yang menipu.” (Lihat hal. 570.) Saya belum pernah melihat perhitungan yang dapat diandalkan tentang nilai saham biasa, atau kebijakan investasi terkait, yang melampaui aritmatika sederhana atau aljabar paling dasar. Kapan pun kalkulus dimasukkan, atau aljabar yang lebih tinggi, Anda dapat menganggapnya sebagai sinyal peringatan bahwa operator mencoba mengganti teori dengan pengalaman, dan biasanya juga memberikan spekulasi kedok investasi yang menipu.” (Lihat hal. 570.)

dengan interpretasi laporan keuangan tahunan perusahaan. Ini adalah topik yang telah kami bahas untuk orang awam dalam buku terpisah yang berjudul *The Interpretation of Financial Statements*.² Kami tidak menganggap perlu atau tidak tepat untuk melintasi landasan yang sama dalam bab ini, terutama karena penekanan dalam buku ini adalah pada prinsip-prinsip dan sikap daripada pada informasi dan deskripsi. Mari kita lanjutkan ke dua pertanyaan dasar yang mendasari pemilihan investasi. Apa tes utama keamanan obligasi korporasi atau saham preferen? Apa faktor utama yang masuk ke dalam penilaian saham biasa?

Analisis

Obligasi

Cabang analisis keamanan yang paling dapat diandalkan dan karenanya paling terhormat berkaitan dengan keamanan, atau kualitas, penerbitan obligasi dan saham preferen tingkat investasi. Kriteria utama yang digunakan untuk obligasi korporasi adalah berapa kali total biaya bunga telah ditutupi oleh pendapatan yang tersedia selama beberapa tahun di masa lalu. Dalam kasus saham preferen, ini adalah berapa kali bunga obligasi dan dividen preferen digabungkan telah tercakup.

Standar yang tepat diterapkan akan bervariasi dengan otoritas yang berbeda. Karena tes berada di bawah sewenang-wenang, tidak ada cara untuk menentukan secara tepat kriteria yang paling sesuai. Dalam revisi tahun 1961 buku teks kami, *Analisis Keamanan*, kami merekomendasikan standar "cakupan" tertentu, yang muncul pada Tabel 11-1.*

Tes dasar kami hanya diterapkan pada hasil rata-rata untuk jangka waktu bertahun-tahun. Otoritas lain juga mensyaratkan bahwa cakupan minimum ditunjukkan untuk setiap tahun yang dipertimbangkan. Kami menyetujui tes "tahun termiskin"

* Pada tahun 1972, seorang investor obligasi korporasi tidak punya banyak pilihan selain menyusun portofolionya sendiri. Saat ini, sekitar 500 reksa dana berinvestasi dalam obligasi korporasi, menciptakan kumpulan sekuritas yang nyaman dan terdiversifikasi dengan baik. Karena tidak layak untuk membangun portofolio obligasi yang terdiversifikasi sendiri kecuali Anda memiliki setidaknya \$100.000, investor cerdas yang khas akan lebih baik membeli dana obligasi berbiaya rendah dan menyerahkan kerja keras penelitian kredit kepada manajernya. Untuk lebih lanjut tentang dana obligasi, lihat komentar di Bab 4.

TABEL 11-1 “Cakupan” Minimum yang Direkomendasikan untuk Obligasi dan Lebih disukai Saham

A. Untuk Obligasi Tingkat Investasi

Rasio Minimum Pendapatan terhadap Total Biaya Tetap:

Sebelum Pajak Penghasilan Setelah Pajak Penghasilan

<i>Jenis perusahaan</i>	<i>Rata-rata Masa Lalu</i>	<i>Alternatif: Diukur dengan</i>	<i>Rata-rata Masa Lalu</i>	<i>Alternatif: Diukur dengan</i>
Perusahaan operasi utilitas	4 kali	3 kali	2,65 kali	2.10 kali
Jalan kereta	5	4	3.20	2.65
Industri	7	5	4.30	3.20
Kekhawatiran	5	4	3.20	2.65

B. Untuk Saham Preferen Tingkat Investasi

Angka minimum yang sama seperti di atas harus ditunjukkan oleh rasio laba sebelum pajak penghasilan dengan jumlah biaya tetap ditambah dua kali dividen preferen.

NOT: Dimasukkannya dua kali dividen preferen memungkinkan fakta bahwa dividen preferen tidak dapat dikurangkan dari pajak penghasilan, sedangkan biaya bunga dapat dikurangkan.

C. Kategori Obligasi dan Preferen Lainnya

Standar yang diberikan di atas tidak berlaku untuk (1) perusahaan induk utilitas publik, (2) perusahaan keuangan, (3) perusahaan real estat. Persyaratan untuk grup khusus ini dihilangkan di sini.

sebagai alternatif dari tes rata-rata tujuh tahun; akan cukup jika obligasi atau saham preferen memenuhi salah satu dari kriteria ini.

Mungkin ada keberatan bahwa kenaikan besar dalam suku bunga obligasi sejak tahun 1961 akan membenarkan beberapa pengurangan offset dalam cakupan biaya yang diperlukan. Jelas akan jauh lebih sulit bagi perusahaan industri untuk menunjukkan cakupan biaya bunga tujuh kali lipat pada 8% daripada pada 4½%. Untuk memenuhi

situasi yang berubah ini, kami sekarang menyarankan persyaratan alternatif terkait dengan persentase yang diperoleh dari

jumlah pokok utang. Angka-angka ini mungkin 33% sebelum pajak untuk perusahaan industri, 20% untuk utilitas publik, dan 25% untuk kereta api. Harus diingat di sini bahwa tingkat yang sebenarnya dibayar oleh sebagian besar perusahaan atas total hutang mereka jauh lebih kecil dari angka 8% saat ini, karena mereka mendapat keuntungan dari masalah lama yang memiliki kupon lebih rendah. Persyaratan "tahun termiskin" dapat ditetapkan sekitar dua pertiga dari persyaratan tujuh tahun.

Selain tes pendapatan-cakupan, sejumlah tes lainnya umumnya diterapkan. Ini termasuk yang berikut:

1. Ukuran Perusahaan. Ada standar minimum dalam hal volume bisnis untuk sebuah perusahaan—bervariasi antara industri, utilitas, dan rel kereta api—dan populasi untuk kotamadya.

2. Rasio Saham/Ekuitas. Ini adalah rasio harga pasar dari penerbitan saham junior* terhadap jumlah total utang, atau utang ditambah saham preferen. Ini adalah ukuran kasar dari perlindungan, atau "bantalan", yang diberikan oleh kehadiran investasi junior yang pertama-tama harus menanggung beban perkembangan yang tidak menguntungkan. Faktor ini mencakup penilaian pasar terhadap prospek masa depan perusahaan.

3. Nilai Properti. Nilai aset, seperti yang ditunjukkan di neraca atau dinilai, sebelumnya dianggap sebagai keamanan dan perlindungan utama untuk penerbitan obligasi. Pengalaman telah menunjukkan bahwa dalam banyak kasus, keselamatan terletak pada kekuatan untuk menghasilkan, dan jika ini kurang, aset kehilangan sebagian besar nilai yang terkenal. Nilai aset, bagaimanapun, tetap penting sebagai tes terpisah dari keamanan yang cukup untuk obligasi dan saham preferen dalam tiga kelompok perusahaan: utilitas publik (karena tarif mungkin sangat bergantung pada investasi properti), masalah real-estate, dan perusahaan investasi.

Pada titik ini, investor yang waspada harus bertanya, "Seberapa andal pengujian keamanan yang diukur dengan kinerja masa lalu dan sekarang, mengingat fakta bahwa pembayaran bunga dan pokok bergantung pada apa yang akan dihasilkan di masa depan?" Jawabannya dapat ditemukan

* Dengan "penerbitan saham junior" Graham berarti saham biasa. Saham preferen dianggap "senior" dari saham biasa karena perusahaan harus membayar semua dividen atas saham preferen sebelum membayar dividen pada saham biasa.

hanya pada pengalaman. Sejarah investasi menunjukkan bahwa obligasi dan saham preferen yang telah memenuhi uji keamanan yang ketat, berdasarkan masa lalu, dalam sebagian besar kasus berhasil menghadapi perubahan masa depan dengan sukses. Hal ini telah ditunjukkan secara mencolok di bidang utama ikatan kereta api—bidang yang telah ditandai dengan frekuensi kebangkrutan dan kerugian yang serius. Dalam hampir setiap kasus, jalan-jalan yang bermasalah telah lama dibebani, telah menunjukkan cakupan biaya tetap yang tidak memadai dalam periode kemakmuran rata-rata, dan dengan demikian akan dikesampingkan oleh investor yang menerapkan tes keselamatan yang ketat. Sebaliknya, hampir setiap jalan yang telah memenuhi tes tersebut telah lolos dari rasa malu finansial. Premis kami secara mencolok dibenarkan oleh sejarah keuangan dari banyak rel kereta api yang direorganisasi pada tahun 1940-an dan 1950-an. Semua ini, dengan satu pengecualian, memulai karir mereka dengan biaya tetap yang dikurangi ke titik di mana cakupan persyaratan bunga tetap saat ini cukup besar. , atau setidaknya terhormat. Pengecualian adalah New Haven Railroad, yang pada tahun reorganisasinya, 1947, memperoleh tarif baru hanya sekitar 1,1 kali. Akibatnya, sementara semua jalan lain mampu melewati masa-masa yang agak sulit dengan solvabilitas yang tidak terganggu, New Haven kembali menjadi perwalian (untuk ketiga kalinya) pada tahun 1961. Pengecualian adalah New Haven Railroad, yang pada tahun reorganisasinya, 1947, memperoleh tarif baru hanya sekitar 1,1 kali. Akibatnya, sementara semua jalan lain mampu melewati masa-masa yang agak sulit dengan solvabilitas yang tidak terganggu, New Haven kembali menjadi perwalian (untuk ketiga kalinya) pada tahun 1961.

Dalam Bab 17 di bawah ini kita akan mempertimbangkan beberapa aspek kebangkrutan Penn Central Railroad, yang mengguncang komunitas keuangan pada tahun 1970. Fakta mendasar dalam kasus ini adalah bahwa cakupan biaya tetap tidak memenuhi standar konservatif sejak tahun 1965. ; maka investor obligasi yang berhati-hati akan menghindari atau melepaskan penerbitan obligasi dari sistem jauh sebelum keruntuhan keuangannya.

Pengamatan kami pada kecukupan catatan masa lalu untuk menilai keamanan masa depan berlaku, dan pada tingkat yang lebih besar, untuk utilitas publik, yang merupakan area utama untuk investasi obligasi. Penerimaan dari perusahaan atau sistem utilitas (listrik) yang dikapitalisasi dengan baik hampir tidak mungkin. Sejak kontrol Komisi Sekuritas dan Bursa dilembagakan,* bersama dengan pecahnya sebagian besar

* Setelah investor kehilangan miliaran dolar atas saham perusahaan utilitas yang dirakit secara sembarangan pada tahun 1929–1932, Kongres memberi wewenang kepada SEC untuk mengatur penerbitan saham utilitas di bawah Undang-Undang Perusahaan Induk Utilitas Publik tahun 1935.

sistem perusahaan induk, pembiayaan utilitas publik telah sehat dan kebangkrutan tidak diketahui. Masalah keuangan utilitas listrik dan gas pada tahun 1930-an hampir 100% dapat dilacak ke eksekusi keuangan dan salah urus, yang meninggalkan jejak mereka dengan jelas pada struktur kapitalisasi perusahaan. Tes keamanan yang sederhana namun ketat, oleh karena itu, akan memperingatkan investor dari masalah yang kemudian gagal.

Di antara penerbitan obligasi industri, catatan jangka panjangnya berbeda. Meskipun kelompok industri secara keseluruhan telah menunjukkan pertumbuhan yang lebih baik dari kekuatan pendapatan daripada rel kereta api atau utilitas, itu telah mengungkapkan tingkat yang lebih rendah dari stabilitas yang melekat untuk individu perusahaan dan lini bisnis. Jadi di masa lalu, setidaknya, ada alasan persuasif untuk membatasi pembelian obligasi industri dan saham preferen kepada perusahaan yang tidak hanya berukuran besar tetapi juga telah menunjukkan kemampuan di masa lalu untuk menahan depresi yang serius.

Beberapa gagal bayar obligasi industri telah terjadi sejak 1950, tetapi fakta ini sebagian disebabkan oleh tidak adanya depresi besar selama periode yang panjang ini. Sejak tahun 1966 telah terjadi perkembangan yang merugikan dalam posisi keuangan banyak perusahaan industri. Kesulitan yang cukup besar telah berkembang sebagai akibat dari ekspansi yang tidak bijaksana. Di satu sisi, hal ini melibatkan penambahan besar pada pinjaman bank dan utang jangka panjang; di sisi lain ia sering menghasilkan kerugian operasi alih-alih keuntungan yang diharapkan. Pada awal tahun 1971 dihitung bahwa dalam tujuh tahun terakhir pembayaran bunga semua perusahaan nonkeuangan telah tumbuh dari \$9,8 miliar pada tahun 1963 menjadi \$26,1 miliar pada tahun 1970, dan pembayaran bunga telah mengambil 29% dari keuntungan agregat sebelum bunga dan pajak.

di 1971, melawan hanya 16% pada tahun 1963.³Jelas, beban pada banyak perusahaan individu telah meningkat lebih dari ini. Perusahaan overbonded telah menjadi terlalu akrab. Ada banyak alasan untuk mengulangi kehati-hatian yang diungkapkan dalam edisi 1965 kami:

Kami tidak cukup siap untuk menyarankan bahwa investor dapat mengandalkan kelanjutan yang tidak terbatas dari situasi yang menguntungkan ini, dan karenanya melonggarkan standar pemilihan obligasi dalam industri atau kelompok lain mana pun.

Analisis Saham Biasa

Bentuk ideal dari analisis saham biasa mengarah pada penilaian masalah yang dapat dibandingkan dengan harga saat ini untuk menentukan apakah sekuritas tersebut merupakan pembelian yang menarik atau tidak. Penilaian ini, pada gilirannya, biasanya akan ditemukan dengan memperkirakan pendapatan rata-rata selama periode tahun di masa depan dan kemudian mengalikan perkiraan itu dengan "faktor kapitalisasi" yang sesuai.

Prosedur standar sekarang untuk memperkirakan daya penghasilan masa depan dimulai dengan rata-rata data masa lalu untuk volume fisik, harga yang diterima, dan margin operasi. Penjualan masa depan dalam dolar kemudian diproyeksikan berdasarkan asumsi mengenai jumlah perubahan volume dan tingkat harga di atas basis sebelumnya. Perkiraan ini, pada gilirannya, pertama-tama didasarkan pada perkiraan ekonomi umum dari produk nasional bruto, dan kemudian pada perhitungan khusus yang berlaku untuk industri dan perusahaan yang bersangkutan.

Sebuah ilustrasi tentang metode penilaian ini dapat diambil dari edisi 1965 kami dan diperbarui dengan menambahkan sekuelnya. Value Line, layanan investasi terkemuka, membuat prakiraan pendapatan dan dividen masa depan dengan prosedur yang diuraikan di atas, dan kemudian menurunkan angka "potensi harga" (atau proyeksi nilai pasar) dengan menerapkan formula penilaian untuk setiap masalah yang sebagian besar didasarkan pada kemampuan mempertahankan hubungan masa lalu. Pada Tabel 11-2 kami mereproduksi proyeksi untuk tahun 1967–1969 yang dibuat pada bulan Juni 1964, dan membandingkannya dengan pendapatan, dan harga pasar rata-rata yang benar-benar direalisasikan pada tahun 1968 (yang mendekati periode 1967–1969).

Perkiraan gabungan terbukti agak rendah, tetapi tidak terlalu serius. Prediksi terkait yang dibuat enam tahun sebelumnya ternyata terlalu optimistis terhadap pendapatan dan dividen; tetapi ini telah diimbangi dengan penggunaan pengganda rendah, dengan hasil bahwa angka "potensi harga" terbukti hampir sama dengan harga rata-rata aktual untuk tahun 1963.

Pembaca akan mencatat bahwa cukup banyak perkiraan individu yang jauh dari sasaran. Ini adalah contoh untuk mendukung pandangan umum kami bahwa perkiraan gabungan atau kelompok cenderung jauh lebih dapat diandalkan daripada perkiraan untuk

masing-masing perusahaan. Idealnya, mungkin, analisis keamanan harus memilih tiga atau empat perusahaan yang masa depannya dia pikir dia tahu yang terbaik, dan memusatkan minatnya sendiri dan kliennya pada apa yang dia ramalkan.

TABEL 11-2 Rata-Rata Industri Dow Jones

(Perkiraan Garis Nilai untuk 1967–1969 (Dibuat pada Pertengahan 1964)
Dibandingkan
Dengan Hasil Aktual pada tahun 1968)

	Pendapatan Harga Rata-rata				
	Ramalan 1967–1969	Sebenarnya	30 Juni 1964	Ramalan 1967–1969	Harga 1968 ^{seb}
Kimia Sekutu	\$3,70	\$1,46	54½	67	36½
Aluminium Corp. dari Amerika Can	3.85	4.75	71½	85	79
Telp Amerika & Telp.	3.50	4.25	47	57	48
Tembakau Amerika	4.00	3.75	73½	68	53
anakonda	3,00	4.38	51½	33	37
Baja Bethlehem	6.00	8.12	44½	70	106
Chrysler	3.25	3.55	36½	45	31
Du Pont	4.75	6.23	48½	45	60
Eastman Kodak	8.50	7.82	253	240	163
Listrik Umum	5.00	9.32	133	100	320
Makanan Umum	4.50	3.95	80	90	90½
Mesin umum	4.70	4.16	88	71	84½
ban selamat tahun	6.25	6.02	88	78	81½
Internasional. Mesin	3.25	4.12	43	43	54
Internasional. Nikel	5,75	5.38	82	63	69
Internasional. Kertas	5.20	3.86	79	83	76
Johns Manville	2.25	2.04	32	36	33
Owens-Ill. Kaca	4.00	4.78	57½	54	71½
Prokter & Judi	5.25	6.20	99	100	125½
Sears Roebuck	4.20	4.30	83	70	91
Oli Standar Cal.	4.70	5.46	118	78	122½
Oli Standar NJ	5.25	5.59	64½	60	67
Swift & Co.	6.00	5.94	87	73	76
Texas	3.85	3.41 ^b	54	50	57
Union Karbida	5.50	6.04	79½	70	81
United Aircraft	7.35	5.20	126½	165	90
Baja AS	4.00	7.65	49½	50	106
Westinghouse Elec.	4.50	4.69	57½	60	42
Woolworth	3.25	3.49	30½	50	69
Total	2.25	2.29	29½	32	29½
	138.25	149.20	2222	2186	2450
DJIA (Total % 2,67)	52.00	56.00	832	820	918 ^c
DJIA Aktual 1968	57.89				906 ^c
DJIA Aktual 1967–1969	56.26				

^{seb}Disesuaikan untuk pemecahan saham sejak 1964.

^bRata-rata 1967–1969.

^cPerbedaan karena pembagi berubah.

mereka. Sayangnya, tampaknya hampir tidak mungkin untuk membedakan terlebih dahulu antara prakiraan individu yang dapat diandalkan dan prakiraan yang memiliki peluang kesalahan yang besar. Pada dasarnya, inilah alasan diversifikasi luas yang dilakukan oleh dana investasi. Karena tidak diragukan lagi lebih baik untuk berkonsentrasi pada satu saham yang Anda tahu akan terbukti sangat menguntungkan, daripada melemahkan hasil Anda menjadi angka biasa-biasa saja, hanya demi diversifikasi. Tetapi ini tidak dilakukan, karena tidak dapat dilakukan dengan andal.⁴Prevalensi diversifikasi yang luas dengan sendirinya merupakan penolakan pragmatis terhadap fetish "selektivitas", yang terus-menerus dilontarkan Wall Street.*

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Kapitalisasi

Meskipun pendapatan rata-rata di masa depan dianggap sebagai penentu utama nilai, analisis sekuritas memperhitungkan sejumlah faktor lain yang sifatnya kurang lebih pasti. Sebagian besar akan masuk ke tingkat kapitalisasinya, yang dapat bervariasi dalam rentang yang luas, tergantung pada "kualitas" dari masalah saham. Jadi, meskipun dua perusahaan mungkin memiliki angka harapan yang sama

* Dalam beberapa tahun terakhir, sebagian besar reksa dana hampir secara robotik meniru indeks 500 saham Standard & Poor, jangan sampai kepemilikan yang berbeda menyebabkan pengembalian mereka menyimpang dari indeks. Dalam kontraten, beberapa perusahaan dana telah meluncurkan apa yang mereka sebut portofolio "terfokus", yang memiliki 25 hingga 50 saham yang dinyatakan oleh manajer sebagai "ide terbaik" mereka. Itu membuat investor bertanya-tanya apakah dana lain yang dijalankan oleh manajer yang sama mengandung ide-ide terburuk mereka. Mempertimbangkan bahwa sebagian besar dana "ide terbaik" tidak secara nyata mengungguli rata-rata, investor juga berhak untuk bertanya-tanya apakah ide-ide manajer bahkan layak untuk dimiliki. Bagi investor yang sangat terampil seperti Warren Buffett, diversifikasi luas akan menjadi bodoh, karena akan mengurangi kekuatan terkonsentrasi dari beberapa ide hebat. Tetapi untuk manajer dana biasa atau investor individu, tidak melakukan diversifikasi adalah hal yang bodoh, karena sangat sulit untuk memilih sejumlah saham terbatas yang akan memasukkan sebagian besar pemenang dan mengecualikan sebagian besar pecundang. Saat Anda memiliki lebih banyak saham, kerusakan yang dapat ditimbulkan oleh pecundang tunggal akan menurun, dan peluang untuk memiliki semua pemenang besar akan meningkat. Pilihan ideal bagi sebagian besar investor adalah total dana indeks pasar saham, cara berbiaya rendah untuk menyimpan setiap saham yang layak dimiliki.

laba per saham pada tahun 1973–1975—katakanlah \$4—analisis mungkin menilai satu serendah 40 dan yang lainnya setinggi 100. Mari kita membahas secara singkat beberapa pertimbangan yang masuk ke dalam pengganda yang berbeda ini.

1. Prospek Umum Jangka Panjang. Tidak ada yang benar-benar tahu apa-apa tentang apa yang akan terjadi di masa depan yang jauh, tetapi analis dan investor memiliki pandangan yang kuat tentang masalah yang sama. Pandangan ini tercermin dalam perbedaan substansial antara rasio harga/penghasilan masing-masing perusahaan dan kelompok industri. Pada titik ini kami menambahkan dalam edisi 1965 kami:

Misalnya, pada akhir tahun 1963 perusahaan-perusahaan kimia di DJIA menjual dengan pengganda yang jauh lebih tinggi daripada perusahaan minyak, yang menunjukkan kepercayaan yang lebih kuat terhadap prospek yang pertama daripada yang terakhir. Pembedaan semacam itu yang dibuat oleh pasar sering kali didasarkan pada alasan yang kuat, tetapi ketika ditentukan terutama oleh kinerja masa lalu, mereka cenderung salah dan benar.

Kami akan memasok di sini, pada Tabel 11-3, bahan akhir tahun 1963 tentang masalah perusahaan kimia dan minyak di DJIA, dan membawa pendapatan mereka hingga akhir tahun 1970. Akan terlihat bahwa perusahaan kimia, meskipun pengganda mereka yang tinggi, praktis tidak menghasilkan pendapatan pada periode setelah 1963. Perusahaan-perusahaan minyak melakukan jauh lebih baik daripada bahan kimia dan kira-kira sejalan dengan pertumbuhan yang tersirat dalam pengganda 1963 mereka.³ Jadi contoh stok bahan kimia kami terbukti menjadi salah satu kasus di mana pengganda pasar terbukti salah.*

** Poin Graham tentang perusahaan kimia dan minyak pada tahun 1960-an berlaku untuk hampir setiap industri di hampir setiap periode waktu. Pandangan konsensus Wall Street tentang masa depan untuk sektor tertentu biasanya terlalu optimis atau terlalu pesimis. Lebih buruk lagi, konsensusnya paling ceria saat saham paling mahal—dan paling suram saat paling murah. Contoh terbaru, tentu saja, adalah saham teknologi dan telekomunikasi, yang mencapai rekor tertinggi ketika masa depan mereka tampak paling cerah pada tahun 1999 dan awal tahun 2000, dan kemudian jatuh sepanjang tahun 2002. Sejarah membuktikan bahwa para peramal "pakar" Wall Street sama-sama tidak kompeten. dalam memprediksi*

TSANGGUP 11-3 Pertunjukan dari Bahan kimia dan Minyak Saham di itu DJIA, 1970 melawan 1964

	Penutup an	1963 diperol eh	Rasi o	Penutup an	1970 diperol eh	Rasi o
<i>Perusahaan kimia:</i>						
Kimia Sekutu	55	2.77	19.8	24½	1.56	15.5
Du Pont ^{sebuah}	77	6.55	23.5	133½	6.76	19.8
Union Karbida ^b	60¼	2.66	22,7	40	2.60	15.4
			25.3 jalan.			
<i>Perusahaan minyak:</i>						
Oli Standar Cal.	59½	4.50	13.2	54½	5.36	10.2
Oli Standar NJ	76	4.74	16.0	73½	5.90	12.4
Texas ^b	35	2.15	16.3	35	3.02	11.6
			15,3 jalan.			

^{sebuah}Angka 1963 disesuaikan dengan distribusi saham General Motors.

^bAngka 1963 disesuaikan untuk pemecahan saham berikutnya.

2. Manajemen. Di Wall Street banyak hal yang terus-menerus dikatakan tentang hal ini, tetapi hanya sedikit yang benar-benar membantu. Sampai tes kompetensi manajerial yang objektif, kuantitatif, dan cukup andal dirancang dan diterapkan, faktor ini akan terus dilihat melalui kabut. Adil untuk mengasumsikan bahwa perusahaan yang luar biasa sukses memiliki manajemen yang luar biasa baik. Ini akan terlihat dengan sendirinya di catatan sebelumnya; itu akan muncul lagi dalam perkiraan untuk lima tahun ke depan, dan sekali lagi dalam faktor prospek jangka panjang yang telah dibahas sebelumnya. Kecenderungan untuk menghitungnya di lain waktu sebagai pertimbangan bullish yang terpisah dapat dengan mudah menyebabkan overvaluasi yang mahal. Faktor manajemen yang paling berguna, menurut kami,

Dua kejadian spektakuler semacam ini dikaitkan dengan Chrysler Motor Corporation. Yang pertama terjadi sejauh 1921, ketika Walter Chrysler mengambil alih komando Maxwell Motors yang hampir sekarat, dan dalam beberapa tahun menjadikannya perusahaan besar dan sangat menguntungkan, sementara banyak perusahaan mobil lainnya terpaksa gulung tikar. Yang kedua terjadi baru-baru ini pada tahun 1962, ketika Chrysler telah jatuh jauh dari perkebunannya yang dulu tinggi dan sahamnya dijual dengan harga terendah selama bertahun-tahun. Kemudian kepentingan baru, terkait dengan Konsolidasi Batubara, mengambil alih kendali. Pendapatan meningkat dari angka tahun 1961 \$1,24 per saham menjadi setara dengan \$17 pada tahun 1963, dan harga naik dari level terendah 38½ pada tahun 1962 setara dengan hampir 200 tahun berikutnya.⁶

3. Kekuatan Keuangan dan Struktur Modal. Saham perusahaan dengan banyak kelebihan kas dan tidak ada yang lebih baik dari yang umum jelas merupakan pembelian yang lebih baik (dengan harga yang sama) daripada yang lain dengan pendapatan per saham yang sama tetapi pinjaman bank besar dan sekuritas senior. Faktor-faktor tersebut dengan benar dan hati-hati diperhitungkan oleh analisis keamanan. Sejumlah kecil obligasi atau saham preferen,

kinerja 1) pasar secara keseluruhan, 2) sektor industri, dan 3) saham tertentu. Seperti yang ditunjukkan Graham, kemungkinan investor individu dapat melakukan yang lebih baik tidaklah baik. Investor yang cerdas unggul

dengan membuat keputusan yang tidak bergantung pada keakuratan perkiraan siapa pun, termasuk perkiraannya sendiri. (Lihat Bab 8.)

namun, tidak selalu merugikan masyarakat umum, juga bukan penggunaan moderat dari kredit bank musiman. (Kebetulan, struktur yang sangat berat—terlalu sedikit saham biasa dalam kaitannya dengan obligasi dan saham preferen—mungkin dalam kondisi yang menguntungkan menghasilkan keuntungan spekulatif yang besar secara umum. Ini adalah faktor yang dikenal sebagai “leverage.”)

4. Catatan Dividen. Salah satu tes kualitas tinggi yang paling persuasif adalah catatan pembayaran dividen yang tidak terputus selama bertahun-tahun. Kami berpendapat bahwa catatan pembayaran dividen yang terus menerus selama 20 tahun terakhir atau lebih merupakan faktor plus yang penting dalam peringkat kualitas perusahaan. Memang investor defensif mungkin dibenarkan dalam membatasi pembeliannya kepada mereka yang memenuhi tes ini.

5. Tingkat Dividen Saat Ini. Ini, faktor tambahan terakhir kami, adalah yang paling sulit untuk ditangani dengan cara yang memuaskan. Untungnya, sebagian besar perusahaan telah mengikuti apa yang disebut sebagai kebijakan dividen standar. Ini berarti distribusi sekitar dua pertiga dari pendapatan rata-rata mereka, kecuali bahwa dalam periode terakhir dari keuntungan yang tinggi dan permintaan inflasi untuk lebih banyak modal, angkanya cenderung lebih rendah. (Pada tahun 1969 adalah 59,5% untuk saham di rata-rata Dow Jones, dan 55% untuk semua perusahaan Amerika.)* Jika dividen memiliki hubungan normal dengan pendapatan, penilaian dapat dilakukan atas dasar mana pun tanpa sub- sangat mempengaruhi hasil. Sebagai contoh,

Namun, semakin banyak perusahaan berkembang yang menyimpang dari kebijakan standar yang dulu membayar 60% atau lebih dari pendapatan dividen, dengan alasan bahwa kepemilikan saham

* Angka ini, yang sekarang dikenal sebagai “rasio pembayaran dividen”, telah turun drastis sejak zaman Graham karena undang-undang pajak Amerika melarang investor mencari, dan perusahaan membayar, dividen. Pada akhir tahun 2002, rasio pembayaran mencapai 34,1% untuk indeks saham S&P 500 dan, baru-baru ini pada April 2000, mencapai titik terendah sepanjang masa hanya 25,3%. (Melihat www.barra.com/research/fundamentals.asp.) Kami membahas kebijakan dividen lebih menyeluruh dalam komentar pada Bab 19.

Kepentingan mereka akan lebih baik dilayani dengan mempertahankan hampir semua keuntungan untuk membiayai ekspansi. Isu menyajikan masalah dan membutuhkan pembedaan yang cermat. Kami telah memutuskan untuk menunda diskusi kami tentang pertanyaan penting tentang kebijakan dividen yang tepat ke bagian selanjutnya—Bab

19—di mana kita akan menangannya sebagai bagian dari masalah umum hubungan manajemen-pemegang saham.

Tingkat Kapitalisasi untuk Pertumbuhan Saham

Sebagian besar tulisan analisis keamanan pada penilaian formal berkaitan dengan penilaian saham pertumbuhan. Studi kami tentang berbagai metode telah mengarahkan kami untuk menyarankan formula yang dipersingkat dan cukup sederhana untuk penilaian saham pertumbuhan, yang dimaksudkan untuk menghasilkan angka yang cukup dekat dengan yang dihasilkan dari perhitungan matematis yang lebih halus. Formula kami adalah:

$$\text{Nilai} = \text{Penghasilan Saat Ini (Normal)} (8,5 \text{ ditambah dua kali tingkat pertumbuhan tahunan yang diharapkan})$$

Angka pertumbuhan harus seperti yang diharapkan selama tujuh sampai sepuluh tahun ke depan.⁷

Pada Tabel 11-4 kami menunjukkan bagaimana rumus kami bekerja untuk berbagai tingkat asumsi pertumbuhan. Sangat mudah untuk membuat perhitungan sebaliknya dan menentukan tingkat pertumbuhan yang diantisipasi oleh harga pasar saat ini, dengan asumsi rumus kita valid. Dalam edisi terakhir kami, kami membuat perhitungan itu untuk DJIA dan untuk enam edisi saham penting. Angka-angka ini direproduksi dalam Tabel 11-5. Kami berkomentar saat itu:

Perbedaan antara tingkat pertumbuhan tahunan implisit 32,4% untuk Xerox dan 2,8% yang sangat sederhana untuk General Motors memang mencolok. Hal ini dapat dijelaskan sebagian oleh perasaan pasar saham bahwa pendapatan General Motors tahun 1963—terbesar untuk perusahaan mana pun dalam sejarah—dapat dipertahankan dengan susah payah dan hanya dilampaui sedikit

saja. Rasio pendapatan harga Xerox, di sisi lain, cukup mewakili antusiasme spekulatif yang melekat pada perusahaan dengan pencapaian besar dan mungkin janji yang lebih besar lagi.

Tingkat pertumbuhan implisit atau yang diharapkan sebesar 5,1% untuk perusahaan DJIA

TABEL 11-4 Pengganda Pendapatan Tahunan Berdasarkan Tingkat Pertumbuhan yang Diharapkan, Berdasarkan pada sebuah Sederhana Rumus

Tingkat pertumbuhan yang	0,0%	2.5%	5.0%	7.2%	10,0%	14,3%	20,0%
Pertumbuhan dalam 10 tahun	0,0	28,0%	63,0%	100,0%	159,0%	280,0%	319,0%
Pengganda dari penghasilan saat	8.5	13.5	18.5	22.9	28.5	37.1	48.5

TABEL 11-5 Tingkat Pertumbuhan Implisit atau Ekspektasi, Desember 1963 dan Desember 1969

Masalah	Rasio $P / E,$	<i>Proyeksi^{seb} Tingkat pertumbuhan</i>	<i>diperoleh Per</i>	<i>Tahunan Sebenarnya Pertumb</i>	Rasio $P / E,$	<i>Proyeksi^{seb} Tingkat pertumbuhan</i>
Telp Amerika & Telp.	23.0	7.3%	3.03 4.00	4,75%	12.2	1,8%
Listrik Umum	29.0	10.3	3,00 3,79 ^b	4.0	20.4	6.0
Mesin umum	14.1	2.8	5,55 5,95	1.17	11.6	1.6
IBM	38.5	15.0	3.48 ^c 8.21	16.0	44.4	17.9
Pemanen Internasional	13.2	2.4	2.29 ^c 2.30	0.1	10.8	1.1
Xerox	25.0	32.4	.38 ^c 2.08	29.2	50.8	21.2
DJIA	18.6	5.1	41.11 57.02	5.5	14.0	2.8

^{seb}Berdasarkan rumus pada hal. 295.

^bRata-rata tahun 1968 dan 1970, sejak tahun 1969 pendapatan dikurangi dengan pemogokan.

^cDisesuaikan untuk pemecahan saham.

pares dengan peningkatan tahunan aktual sebesar 3,4% (majemuk) antara tahun 1951–1953 dan 1961–1963.

Kita seharusnya menambahkan sedikit kehati-hatian sebagai berikut: Penilaian saham dengan pertumbuhan tinggi yang diharapkan tentu berada di sisi yang rendah, jika kita mengasumsikan tingkat pertumbuhan ini benar-benar akan terwujud. Faktanya, menurut aritmatika, jika sebuah perusahaan dapat diasumsikan tumbuh pada tingkat 8% atau lebih tanpa batas di masa depan, nilainya akan menjadi tidak terbatas, dan tidak ada harga yang terlalu tinggi untuk membayar saham tersebut. Apa yang sebenarnya dilakukan oleh penilai dalam kasus ini adalah memasukkan margin keamanan ke dalam perhitungannya—seperti yang dilakukan oleh seorang insinyur dalam spesifikasinya untuk sebuah struktur. Atas dasar ini pembelian akan mewujudkan tujuan yang ditetapkan (pada tahun 1963, pengembalian keseluruhan masa depan sebesar $7\frac{1}{2}\%$ per tahun) bahkan jika tingkat pertumbuhan yang benar-benar direalisasikan terbukti jauh lebih rendah daripada yang diproyeksikan dalam rumus. Tentu saja, jika tingkat itu benar-benar direalisasikan, investor pasti akan menikmati keuntungan tambahan yang bagus. Benar-benar tidak ada cara untuk menilai perusahaan dengan pertumbuhan tinggi (dengan tingkat yang diharapkan di atas, katakanlah, 8% per tahun), di mana analis dapat membuat asumsi realistik dari pengganda yang tepat untuk pendapatan saat ini dan pengganda yang diharapkan untuk masa depan. pendapatan.

Seperti yang terjadi, pertumbuhan sebenarnya untuk Xerox dan IBM terbukti sangat dekat dengan tingkat tinggi yang tersirat dari formula kami. Seperti yang baru saja dijelaskan, pertunjukan bagus ini pasti menghasilkan kemajuan besar dalam harga kedua masalah. Pertumbuhan DJIA sendiri juga kira-kira seperti yang diproyeksikan oleh harga penutupan pasar tahun 1963. Tetapi tingkat moderat 5% tidak melibatkan dilema matematika Xerox dan IBM. Ternyata kenaikan harga sebesar 23% hingga akhir tahun 1970, ditambah dengan 28% pengembalian dividen agregat yang diterima, memberikan tidak jauh dari $7\frac{1}{2}\%$ keuntungan keseluruhan tahunan yang ditempatkan dalam formula kami. Dalam kasus empat perusahaan lainnya, mungkin cukup untuk mengatakan bahwa pertumbuhan mereka tidak sama dengan ekspektasi yang tersirat dalam harga tahun 1963 dan bahwa kuotasi mereka gagal naik sebanyak DJIA. Peringatan: Materi ini disediakan untuk tujuan ilustrasi saja, dan karena kebutuhan yang tak terhindarkan dalam analisis keamanan untuk memproyeksikan tingkat pertumbuhan di

masa depan bagi sebagian besar perusahaan yang diteliti. Biarkan pembaca tidak disesatkan untuk berpikir bahwa proyeksi tersebut memiliki tingkat keandalan yang tinggi atau, sebaliknya, bahwa harga di masa depan dapat

diandalkan untuk berperilaku sesuai dengan ramalan yang direalisasikan, dilampaui, atau dikecewakan.

Kami harus menunjukkan bahwa setiap evaluasi saham "ilmiah," atau setidaknya cukup dapat diandalkan, berdasarkan hasil masa depan yang diantisipasi harus memperhitungkan tingkat suku bunga di masa depan. Jadwal tertentu dari pendapatan yang diharapkan, atau dividen, akan memiliki nilai sekarang yang lebih kecil jika kita mengasumsikan lebih tinggi daripada jika kita mengasumsikan struktur bunga yang lebih rendah.* Asumsi seperti itu selalu sulit untuk dibuat dengan tingkat kepercayaan apa pun, dan perubahan kekerasan baru-baru ini dalam suku bunga jangka panjang membuat prakiraan semacam ini hampir berlebihan. Oleh karena itu kami mempertahankan rumus lama kami di atas, hanya karena tidak ada rumus baru yang tampak lebih masuk akal.

Analisis industri

Karena prospek umum perusahaan memiliki bobot besar dalam penetapan harga pasar, wajar bagi analis sekuritas untuk mencurahkan banyak perhatian pada posisi ekonomi industri dan masing-masing perusahaan dalam industrinya. Studi semacam ini bisa masuk ke detail yang tidak terbatas. Mereka kadang-kadang menghasilkan wawasan berharga tentang faktor-faktor penting yang akan beroperasi di masa depan dan kurang dihargai oleh pasar saat ini. Di mana kesimpulan semacam itu dapat ditarik dengan tingkat kepercayaan yang wajar, itu memberikan dasar yang kuat untuk keputusan investasi.

Pengamatan kami sendiri, bagaimanapun, membawa kami untuk meminimalkan nilai praktis dari sebagian besar studi industri yang tersedia bagi investor. Materi yang dikembangkan biasanya dari jenis yang sudah cukup akrab dengan publik dan telah memberikan pengaruh yang cukup besar pada kutipan pasar.

* Kenapa ini? Dengan "aturan 72", dengan bunga 10%, jumlah uang yang diberikan berlipat ganda hanya dalam waktu tujuh tahun, sementara pada 7% itu berlipat ganda hanya dalam waktu 10 tahun. Ketika suku bunga tinggi, jumlah uang yang Anda perlu sisihkan hari ini untuk mencapai nilai tertentu di masa depan lebih rendah—karena suku bunga tinggi itu akan memungkinkannya tumbuh lebih cepat. Jadi, kenaikan suku bunga hari ini membuat aliran pendapatan atau dividen di masa depan menjadi kurang berharga—karena alternatif berinvestasi dalam obligasi menjadi relatif lebih menarik.

Jarang orang menemukan studi rumah pialang yang menunjukkan, dengan serangkaian fakta yang meyakinkan, bahwa industri populer sedang menuju kejatuhan atau industri yang tidak populer akan makmur. Pandangan Wall Street tentang masa depan yang lebih panjang terkenal bisa salah, dan ini tentu berlaku untuk bagian penting dari penyelidikannya yang diarahkan pada peramalan arah keuntungan di berbagai industri.

Namun, kita harus mengakui bahwa pertumbuhan teknologi yang cepat dan meluas dalam beberapa tahun terakhir bukannya tanpa pengaruh besar pada sikap dan kerja para analis keamanan. Lebih dari di masa lalu, kemajuan atau kemunduran perusahaan pada dekade mendatang mungkin bergantung pada hubungannya dengan produk baru dan proses baru, yang mungkin dapat dipelajari dan dievaluasi oleh analis sebelumnya. Dengan demikian, tidak diragukan lagi ada bidang yang menjanjikan untuk pekerjaan yang efektif oleh analis, berdasarkan kunjungan lapangan, wawancara dengan peneliti, dan penyelidikan teknologi intensif sendiri. Ada bahaya yang terkait dengan kesimpulan investasi yang terutama berasal dari pandangan sekilas ke masa depan, dan tidak didukung oleh nilai yang dapat dibuktikan saat ini. Namun mungkin ada bahaya yang sama dalam berpegang teguh pada batas nilai yang ditetapkan oleh perhitungan yang bijaksananya bertumpu pada hasil aktual. Investor tidak dapat memiliki keduanya. Dia bisa berimajinasi dan bermain untuk keuntungan besar yang merupakan hadiah untuk visi yang dibuktikan dengan acara tersebut; tetapi kemudian dia harus menghadapi risiko besar salah perhitungan besar atau kecil. Atau dia bisa konservatif, dan menolak membayar lebih dari premi kecil untuk kemungkinan yang belum terbukti; tetapi dalam hal ini dia harus bersiap untuk perenungan selanjutnya dari peluang emas yang hilang, dan menolak untuk membayar lebih dari premi kecil untuk kemungkinan yang belum terbukti; tetapi dalam hal ini dia harus bersiap untuk perenungan selanjutnya dari peluang emas yang hilang, dan menolak untuk membayar lebih dari premi kecil untuk kemungkinan yang belum terbukti; tetapi dalam hal ini dia harus bersiap untuk perenungan selanjutnya dari peluang emas yang hilang.

Proses Penilaian Dua Bagian

Mari kita kembali sejenak ke gagasan penilaian atau penilaian saham biasa, yang mulai kita bahas di atas pada hal. 288. Banyak refleksi tentang masalah ini telah membawa kita untuk menyimpulkan bahwa ini lebih baik dilakukan dengan cara yang sangat berbeda dari praktik yang sekarang sudah mapan. Kami menyarankan agar analis bekerja terlebih dahulu apa yang kami sebut "nilai kinerja masa lalu," yang hanya didasarkan pada catatan

masa lalu. Ini akan menunjukkan nilai saham—secara mutlak, atau sebagai persentase dari DJIA atau komposit S&P—jika diasumsikan bahwa kinerja relatifnya di masa lalu akan terus berlanjut.

tidak berubah di masa depan. (Ini termasuk asumsi bahwa tingkat pertumbuhan relatif, seperti yang ditunjukkan dalam tujuh tahun terakhir, juga akan terus tidak berubah selama tujuh tahun ke depan.) Proses ini dapat dilakukan secara mekanis dengan menerapkan formula yang memberikan individu bobot angka masa lalu untuk profitabilitas, stabilitas, dan pertumbuhan, dan juga untuk kondisi keuangan saat ini. Bagian kedua dari analisis harus mempertimbangkan sejauh mana nilai yang hanya didasarkan pada kinerja masa lalu harus dimodifikasi karena kondisi baru yang diharapkan di masa depan.

Prosedur seperti itu akan membagi pekerjaan antara analis senior dan junior sebagai berikut: (1) Analis senior akan membuat formula untuk diterapkan pada semua perusahaan secara umum untuk menentukan nilai kinerja masa lalu. (2) Analis junior akan mengerjakan faktor-faktor tersebut untuk perusahaan yang ditunjuk—cukup banyak dengan cara mekanis. (3) Analis senior kemudian akan menentukan sejauh mana kinerja perusahaan—mutlak atau relatif—mungkin berbeda dari rekor sebelumnya, dan perubahan apa yang harus dibuat dalam nilai untuk mencerminkan perubahan yang diantisipasi tersebut. Akan lebih baik jika laporan analis senior menunjukkan penilaian asli dan yang dimodifikasi, dengan alasan perubahannya.

Apakah pekerjaan semacam ini layak dilakukan? Jawaban kami adalah setuju, tetapi alasan kami mungkin tampak agak sinis bagi pembaca. Kami ragu apakah penilaian yang dicapai akan terbukti cukup dapat diandalkan dalam kasus perusahaan industri yang khas, besar atau kecil. Kami akan mengilustrasikan kesulitan pekerjaan ini dalam diskusi kami tentang Aluminium Company of America (ALCOA) di bab berikutnya. Meskipun demikian, hal itu harus dilakukan untuk saham biasa seperti itu. Mengapa? Pertama, banyak analis keamanan terikat untuk membuat penilaian saat ini atau yang diproyeksikan, sebagai bagian dari pekerjaan sehari-hari mereka. Metode yang kami usulkan harus merupakan perbaikan dari metode yang umumnya diikuti saat ini. Kedua, karena harus memberikan pengalaman dan wawasan yang bermanfaat bagi para analis yang mempraktekkan metode ini. Ketiga, karena pekerjaan semacam ini dapat menghasilkan kumpulan pengalaman yang tak ternilai—seperti yang telah lama terjadi dalam kedokteran—yang dapat menghasilkan metode prosedur yang lebih baik dan pengetahuan yang berguna tentang kemungkinan dan keterbatasannya. Saham

utilitas publik mungkin membuktikan area penting di mana pendekatan ini akan menunjukkan nilai pragmatis yang nyata. Akhirnya analisis yang cerdas akan membatasi dirinya pada kelompok-kelompok di mana masa depan muncul secara wajar

diprediksi,* atau di mana margin keamanan nilai kinerja masa lalu atas harga saat ini begitu besar sehingga dia dapat mengambil peluangnya pada variasi masa depan—seperti yang dia lakukan dalam memilih sekuritas senior yang aman.

Dalam bab-bab berikutnya kami akan memberikan contoh-contoh konkret penerapan teknik-teknik analitis. Tapi itu hanya akan menjadi ilustrasi. Jika pembaca menganggap subjek itu menarik, dia harus menjejarnya secara sistematis dan menyeluruh sebelum dia menganggap dirinya memenuhi syarat untuk memberikan penilaian beli atau jual terakhirnya sendiri atas masalah keamanan.

* Kelompok-kelompok industri ini, idealnya, tidak akan terlalu bergantung pada faktor-faktor tak terduga seperti tingkat suku bunga yang berfluktuasi atau arah harga bahan mentah seperti minyak atau logam di masa depan. Kemungkinannya mungkin industri seperti game, kosmetik, minuman beralkohol, panti jompo, atau pengelolaan limbah.

KOMENTAR CHAPTER 11

"Maukah Anda memberi tahu saya, ke mana saya harus pergi dari sini?"

"Itu sangat tergantung pada ke mana Anda ingin pergi," kata Kucing.

—*Lewis Carroll*, *Petualangan Alice di Negeri Ajaib*

Menaruh Harga di Masa Depan

Faktor apa yang menentukan berapa banyak Anda harus bersedia membayar untuk sebuah saham? Apa yang membuat satu perusahaan bernilai 10 kali lipat pendapatan dan yang lain bernilai 20 kali lipat? Bagaimana Anda bisa cukup yakin bahwa Anda tidak membayar lebih untuk masa depan yang tampaknya cerah yang ternyata menjadi mimpi buruk yang suram?

Graham merasa bahwa lima elemen sangat menentukan.¹ Dia merangkumnya sebagai:

- “prospek umum jangka panjang” perusahaan
- kualitas pengelolaannya
- kekuatan finansial dan struktur modalnya
- rekor dividennya
- dan tingkat dividen saat ini.

Mari kita lihat faktor-faktor ini dalam terang pasar saat ini.

Prospek jangka panjang. Saat ini, investor cerdas harus mulai dengan mengunduh setidaknya lima tahun laporan tahunan (Formulir 10-K) dari situs web perusahaan atau dari EDGAR

¹Karena begitu sedikit investor individu saat ini yang membeli—atau seharusnya membeli—obligasi individu, kami akan membatasi pembahasan ini pada analisis saham. Untuk lebih lanjut tentang dana obligasi, lihat komentar di Bab 4.

database di www.sec.gov.² Kemudian telusuri laporan keuangan, kumpulkan bukti untuk membantu Anda menjawab dua pertanyaan utama. Apa yang membuat perusahaan ini berkembang? Dari mana (dan dari mana) keuntungannya berasal? Di antara masalah yang harus diperhatikan:

- Perusahaan adalah "pengakuisisi serial." Rata-rata lebih dari dua atau tiga akuisisi setahun adalah tanda potensi masalah. Lagi pula, jika perusahaan itu sendiri lebih suka membeli saham bisnis lain daripada berinvestasi sendiri, tidakkah Anda harus mengambil petunjuk dan mencari di tempat lain juga? Dan periksa rekam jejak perusahaan sebagai pengakuisisi. Hati-hati terhadap bulimia korporat—perusahaan yang melahap akuisisi besar, hanya untuk memuntahkannya kembali. Lucent, Mattel, Quaker Oats, dan Tyco International adalah beberapa perusahaan yang harus membatalkan akuisisi dengan kerugian yang memuakkan. Perusahaan lain mengambil penghapusan kronis, atau biaya akuntansi yang membuktikan bahwa mereka membayar lebih untuk akuisisi masa lalu mereka. Itu pertanda buruk untuk pembuatan kesepakatan di masa depan.³
- Perusahaan adalah pecandu OPM, meminjam utang atau menjual saham untuk mengumpulkan muatan kapal Uang Orang Lain. Infus lemak OPM ini diberi label "kas dari aktivitas pendanaan" pada laporan arus kas dalam laporan tahunan. Mereka dapat membuat perusahaan yang sakit tampak tumbuh bahkan jika bisnis dasarnya tidak menghasilkan cukup uang—seperti yang ditunjukkan Global Crossing dan WorldCom belum lama ini.⁴

²Anda juga harus mendapatkan setidaknya satu tahun laporan tahunan (pada Formulir 10-Q). Menurut definisi, kami berasumsi bahwa Anda adalah investor "usaha" yang bersedia mencurahkan banyak upaya untuk portofolio Anda. Jika langkah-langkah dalam bab ini kedengarannya terlalu berat bagi Anda, maka Anda secara emosional tidak cocok untuk memilih saham Anda sendiri. Anda tidak dapat memperoleh hasil yang Anda bayangkan dengan andal kecuali Anda melakukan upaya yang kami jelaskan.

³Anda biasanya dapat menemukan rincian tentang akuisisi di bagian "Diskusi dan Analisis Manajemen" pada Formulir 10-K; melakukan pemeriksaan silang terhadap catatan kaki atas laporan keuangan. Untuk informasi lebih lanjut tentang "pengakuisisi serial," lihat komentar di Bab 12.

⁴Untuk menentukan apakah suatu perusahaan merupakan pecandu OPM, bacalah "Laporan Arus Kas" dalam laporan keuangan. Halaman ini memecah

- Perusahaan ini adalah Johnny-One-Note, mengandalkan satu pelanggan (atau segelintir) untuk sebagian besar pendapatannya. Pada bulan Oktober 1999, pembuat serat optik Sycamore Networks, Inc. menjual saham ke publik untuk pertama kalinya. Prospektus mengungkapkan bahwa satu pelanggan, Williams Communications, menyumbang 100% dari total pendapatan Sycamore senilai \$11 juta. Pedagang dengan senang hati menghargai saham Sycamore di \$15 billion. Unfortunately, Williams went bankrupt just over two years later. Although Sycamore picked up other customers, its stock lost 97% between 2000 and 2002.

As you study the sources of growth and profit, stay on the lookout for positives as well as negatives. Among the good signs:

- Perusahaan memiliki “parit” atau keunggulan kompetitif yang luas. Seperti istana, beberapa perusahaan dapat dengan mudah diserbu oleh pesaing yang merampok, sementara yang lain hampir tidak dapat ditembus. Beberapa kekuatan dapat memperlebar parit perusahaan: identitas merek yang kuat (bayangkan Harley Davidson, yang pembelinya menato logo perusahaan di tubuh mereka); monopoli atau hampir monopoli di pasar; skala ekonomi, atau kemampuan untuk memasok sejumlah besar barang atau jasa dengan harga murah (pertimbangkan Gillette, yang menghasilkan pisau cukur hingga miliaran); aset tak berwujud yang unik (pikirkan Coca-Cola, yang formula rahasianya untuk sirup rasa tidak memiliki nilai fisik yang nyata tetapi mempertahankan pegangan yang tak ternilai bagi konsumen); resistensi terhadap substitusi (kebanyakan bisnis tidak memiliki alternatif selain listrik, sehingga perusahaan utilitas tidak mungkin digantikan dalam waktu dekat).⁵

arus kas masuk dan keluar perusahaan ke dalam "aktivitas operasi", "aktivitas investasi", dan "aktivitas pendanaan". Jika uang tunai dari aktivitas operasi secara konsisten negatif, sementara uang tunai dari aktivitas pendanaan secara konsisten positif, perusahaan memiliki kebiasaan mendambakan lebih banyak uang daripada yang dapat dihasilkan oleh bisnisnya sendiri—dan Anda tidak boleh bergabung dengan “pemicu” penyalahgunaan kebiasaan itu. Untuk lebih lanjut tentang Global Crossing, lihat komentar di Bab 12. Untuk lebih lanjut tentang WorldCom, lihat sidebar di komentar di Bab 6.

⁵Untuk wawasan lebih lanjut tentang “parit,” lihat buku klasik Strategi Kompetitif oleh profesor Harvard Business School Michael E. Porter (Free Press, New York, 1998).

- Perusahaan adalah pelari maraton, bukan pelari cepat. Dengan melihat kembali laporan laba rugi, Anda dapat melihat apakah pendapatan dan laba bersih telah tumbuh dengan lancar dan stabil selama 10 tahun terakhir. Sebuah artikel baru-baru ini di Jurnal Analis Keuangan mengkonfirmasi apa yang telah ditunjukkan oleh penelitian lain (dan pengalaman menyedihkan banyak investor): bahwa perusahaan yang tumbuh paling cepat cenderung terlalu panas dan mati.⁶ Jika pendapatan tumbuh pada tingkat jangka panjang 10% sebelum pajak (atau 6% hingga 7% setelah pajak), itu mungkin berkelanjutan. Tetapi Rintangan pertumbuhan 15% yang ditetapkan banyak perusahaan untuk diri mereka sendiri adalah delusi. Dan tingkat yang bahkan lebih tinggi—atau ledakan pertumbuhan yang tiba-tiba dalam satu atau dua tahun—pasti akan memudar, seperti seorang pelari maraton yang tidak berpengalaman yang mencoba menjalankan seluruh perlombaan seolah-olah itu adalah perlombaan lari. lari 100 meter.
- Perusahaan menabur dan menuai. Tidak peduli seberapa bagus produknya atau seberapa kuat mereknya, sebuah perusahaan harus mengeluarkan sejumlah uang untuk mengembangkan bisnis baru. Sementara pengeluaran penelitian dan pengembangan bukan merupakan sumber pertumbuhan hari ini, hal itu mungkin terjadi besok—terutama jika sebuah perusahaan memiliki catatan yang terbukti dalam meremajakan bisnisnya dengan ide-ide dan peralatan baru. Anggaran rata-rata untuk penelitian dan pengembangan bervariasi antar industri dan perusahaan. Pada tahun 2002, Procter & Gamble menghabiskan sekitar 4% dari penjualan bersihnya untuk R&D, sementara 3M menghabiskan 6,5% dan Johnson & Johnson 10,9%. Dalam jangka panjang, perusahaan yang tidak mengeluarkan biaya apapun untuk R & D setidaknya sama rentannya dengan orang yang menghabiskan terlalu banyak.

Kualitas dan perilaku manajemen. Eksekutif perusahaan harus mengatakan apa yang akan mereka lakukan, kemudian melakukan apa yang mereka katakan. Baca laporan tahunan sebelumnya untuk melihat perkiraan apa yang dibuat oleh manajer dan apakah mereka memenuhinya atau gagal. Manajer harus terus terang mengakui kegagalan mereka dan bertanggung jawab atas kegagalan tersebut, daripada menyalahkan kambing hitam serba guna seperti “ekonomi”, “ketidakpastian”, atau “permintaan yang lemah”. Periksa apakah nada dan substansi surat ketua tetap konstan, atau berfluktuasi dengan mode terbaru di Wall Street. (Perhatikan secara khusus pada tahun-tahun booming seperti 1999: Apakah para eksekutif

⁶Lihat Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen, dan Alan Jung, "Growth, Corporate Profitability, and Value Creation," *Financial Analysts Journal*, November/Desember 2002, hlm. 56–67; juga tersedia di <http://cyrus.cob.calpoly.edu/>.

sebuah perusahaan semen atau pakaian dalam tiba-tiba menyatakan bahwa mereka "berada di ujung tombak revolusi perangkat lunak transformatif"?)

Pertanyaan-pertanyaan ini juga dapat membantu Anda menentukan apakah orang yang menjalankan perusahaan akan bertindak demi kepentingan orang-orang yang memiliki perusahaan:

- Apakah mereka mencari No. 1?

Sebuah perusahaan yang membayar CEO-nya \$100 juta dalam setahun sebaiknya memiliki alasan yang sangat bagus. (Mungkin dia menemukan—dan mematenkan—Air Mancur Pemuda? Atau menemukan El Dorado dan membelinya seharga \$1 per acre? Atau menghubungi kehidupan di planet lain dan merundingkan kontrak yang mewajibkan alien untuk membeli semua persediaan mereka hanya dari satu perusahaan di Bumi?) Jika tidak, hari gajian yang sangat gemuk ini menunjukkan bahwa perusahaan dijalankan oleh manajer, untuk manajer.

Jika sebuah perusahaan mengubah harga (atau "menerbitkan kembali" atau "menukar") opsi sahamnya untuk orang dalam, menjauhlah. Dalam peralihan ini, perusahaan membatalkan opsi saham yang ada (dan biasanya tidak berharga) untuk karyawan dan eksekutif, kemudian menggantinya dengan yang baru dengan harga yang menguntungkan. Jika nilainya tidak pernah dibiarkan menjadi nol, sementara potensi keuntungan mereka selalu tak terbatas, bagaimana opsi dapat mendorong pengelolaan aset perusahaan yang baik? Perusahaan mapan mana pun yang menilai ulang opsi—seperti yang dimiliki lusinan perusahaan teknologi tinggi—adalah sebuah aib. Dan setiap investor yang membeli saham di perusahaan seperti itu adalah seekor domba yang memohon untuk dicukur.

Dengan melihat laporan tahunan untuk catatan kaki wajib tentang opsi saham, Anda dapat melihat seberapa besar "opsi overhang". AOL Time Warner, misalnya, melaporkan di depan laporan tahunannya bahwa ia memiliki 4,5 miliar lembar saham biasa yang beredar pada tanggal 31 Desember 2002—tetapi catatan kaki di dalam laporan mengungkapkan bahwa perusahaan telah mengeluarkan opsi. pada 657 juta lebih banyak saham. Jadi pendapatan masa depan AOL harus dibagi di antara 15% lebih banyak saham. Anda harus memperhitungkan potensi banjir saham baru dari opsi saham setiap kali Anda memperkirakan nilai masa depan perusahaan.⁷

"Formulir 4," tersedia melalui database EDGAR di www.detik.

⁷Jason Zweig adalah karyawan AOL Time Warner dan memegang opsi di perusahaan. Untuk lebih lanjut tentang cara kerja opsi saham, lihat komentar di Bab 19, hal. 507.

gov, menunjukkan apakah eksekutif dan direktur senior perusahaan telah membeli atau menjual saham. Mungkin ada alasan yang sah bagi orang dalam untuk menjual—diversifikasi, rumah yang lebih besar, penyelesaian perceraian—tetapi penjualan besar yang berulang adalah tanda bahaya. Seorang manajer tidak dapat secara sah menjadi mitra Anda jika dia terus menjual saat Anda membeli.

- Apakah mereka manajer atau promotor?

Para eksekutif harus menghabiskan sebagian besar waktu mereka untuk mengelola perusahaan mereka secara pribadi, bukan mempromosikannya kepada publik yang berinvestasi. Terlalu sering, CEO mengeluh bahwa saham mereka dinilai terlalu rendah tidak peduli seberapa tinggi harganya—melupakan desakan Graham bahwa para manajer harus berusaha menjaga harga saham agar tidak terlalu rendah atau terlalu tinggi. "Sementara itu, terlalu banyak chief financial officer yang memberikan "panduan pendapatan", atau perkiraan laba kuartalan perusahaan. Dan beberapa perusahaan adalah hype-o-chondriac, terus-menerus memuntahkan siaran pers yang menyombongkan "peluang" sementara, sepele, atau hipotetis.

Beberapa perusahaan—termasuk Coca-Cola, Gillette, dan USA Interactive—telah mulai "mengatakan tidak" pada pemikiran jangka pendek Wall Street. Beberapa pakaian pemberani ini memberikan lebih banyak detail tentang anggaran dan rencana jangka panjang mereka saat ini, sambil menolak untuk berspekulasi tentang apa yang mungkin terjadi dalam 90 hari ke depan. (Untuk model bagaimana perusahaan dapat berkomunikasi secara jujur dan adil dengan pemegang sahamnya, kunjungi database EDGAR di www.sec.gov dan lihat pengajuan 8-K yang dibuat oleh Expeditors International of Washington, yang secara berkala memposting dialog tanya jawab yang luar biasa dengan pemegang saham di sana.)

Terakhir, tanyakan apakah praktik akuntansi perusahaan dirancang untuk membuat hasil keuangannya transparan—atau buram. Jika biaya "tidak berulang" terus berulang, item "luar biasa" muncul begitu sering sehingga tampak biasa, akronim seperti EBITDA lebih diprioritaskan daripada laba bersih, atau penghasilan "pro forma" digunakan untuk menutupi kerugian aktual, Anda mungkin mencari di perusahaan yang belum belajar bagaimana mendahulukan kepentingan jangka panjang pemegang sahamnya.⁹

⁸Lihat catatan 19 dalam komentar pada Bab 19, hal. 508.

⁹Untuk lebih lanjut tentang masalah ini, lihat komentar pada Bab 12 dan esai yang luar biasa oleh Joseph Fuller dan Michael C. Jensen, “Just Say No to Wall Street,” di <http://papers.ssrn.com>.

Kekuatan finansial dan struktur modal. Definisi paling dasar dari bisnis yang baik adalah ini: Ini menghasilkan lebih banyak uang daripada yang dikonsumsi. Manajer yang baik terus mencari cara untuk menggunakan uang tunai itu untuk penggunaan yang produktif. Dalam jangka panjang, perusahaan yang memenuhi definisi ini hampir pasti akan tumbuh nilainya, apa pun yang dilakukan pasar saham.

Mulailah dengan membaca laporan arus kas dalam laporan tahunan perusahaan. Lihat apakah kas dari operasi telah tumbuh dengan stabil selama 10 tahun terakhir. Kemudian Anda bisa melangkah lebih jauh. Warren Buffett telah mempopulerkan konsep pendapatan pemilik, atau laba bersih ditambah amortisasi dan depresiasi, dikurangi pengeluaran modal normal. Seperti yang dikatakan manajer portofolio Christopher Davis dari Davis Selected Advisors, "Jika Anda memiliki 100% dari bisnis ini, berapa banyak uang tunai yang akan Anda miliki di saku Anda pada akhir tahun?" Karena menyesuaikan entri akuntansi seperti amortisasi dan depresiasi yang tidak mempengaruhi saldo kas perusahaan, pendapatan pemilik dapat menjadi ukuran yang lebih baik daripada laba bersih yang dilaporkan. Untuk menyempurnakan definisi penghasilan pemilik, Anda juga harus mengurangi dari laba bersih yang dilaporkan:

- setiap biaya pemberian opsi saham, yang mengalihkan pendapatan dari pemegang saham yang ada ke tangan pemilik baru di dalam
- biaya "tidak biasa", "tidak berulang", atau "luar biasa" apa pun
- setiap "penghasilan" dari dana pensiun perusahaan.

Jika laba per saham pemilik telah tumbuh rata-rata stabil setidaknya 6% atau 7% selama 10 tahun terakhir, perusahaan adalah penghasil uang yang stabil, dan prospek pertumbuhannya bagus.

Selanjutnya, lihat struktur modal perusahaan. Buka neraca untuk melihat berapa banyak utang (termasuk saham preferen) yang dimiliki perusahaan; secara umum, utang jangka panjang harus di bawah 50% dari total modal. Dalam catatan kaki atas laporan keuangan, tentukan apakah utang jangka panjang adalah utang dengan suku bunga tetap (dengan pembayaran bunga konstan) atau variabel (dengan pembayaran yang berfluktuasi, yang bisa menjadi mahal jika suku bunga naik).

Lihat di laporan tahunan untuk pameran atau pernyataan yang menunjukkan

"rasio pendapatan untuk biaya tetap." Pameran itu ke Amazon.com. Laporan tahunan 2002 menunjukkan bahwa pendapatan Amazon turun \$145 juta dari menutupi biaya bunganya. Di masa depan,

Amazon harus menghasilkan lebih banyak dari operasinya atau mencari cara untuk meminjam uang dengan harga lebih rendah. Kalau tidak, perusahaan bisa berakhir menjadi

dimiliki bukan oleh pemegang sahamnya tetapi oleh pemegang obligasinya, yang dapat mengklaim aset Amazon jika mereka tidak memiliki cara lain untuk mengamankan pembayaran bunga yang harus mereka bayar. (Agar adil, rasio pendapatan Amazon terhadap biaya tetap jauh lebih sehat pada tahun 2002 daripada dua tahun sebelumnya, ketika pendapatan turun \$1,1 miliar untuk menutupi pembayaran utang.)

Beberapa kata tentang dividen dan kebijakan saham (untuk lebih lanjut, silakan lihat

Bab 19):

- Beban pembuktian ada pada perusahaan untuk menunjukkan bahwa Anda lebih baik jika tidak membayar dividen. Jika perusahaan secara konsisten mengungguli persaingan di pasar yang baik dan buruk, para manajer jelas menggunakan kas untuk penggunaan yang optimal. Namun, jika bisnis sedang goyah atau saham berkinerja buruk para pesaingnya, maka manajer dan direktur menyalahgunakan uang tunai dengan menolak membayar dividen.
- Perusahaan yang berulang kali membagi saham mereka—dan menghebohkan perpecahan itu dalam siaran pers yang terengah-engah—memperlakukan investor mereka seperti orang bodoh. Seperti Yogi Berra, yang ingin pizzanya dipotong menjadi empat potong karena "Saya rasa saya tidak bisa makan delapan", para pemegang saham yang menyukai pemecahan saham tidak mengerti maksudnya. Dua lembar saham seharga \$50 tidak bernilai lebih dari satu lembar saham seharga \$100. Manajer yang menggunakan split untuk mempromosikan saham mereka membantu dan bersekongkol dengan insting terburuk dari investor publik, dan investor yang cerdas akan berpikir dua kali sebelum menyerahkan uang kepada manipulator yang merendahkan tersebut.¹⁰
- Perusahaan harus membeli kembali saham mereka saat mereka murah—bukan saat mereka berada pada atau mendekati rekor tertinggi. Sayangnya, akhir-akhir ini menjadi terlalu umum bagi perusahaan untuk membeli kembali saham mereka ketika harganya terlalu mahal. Tidak ada lagi pemborosan kas perusahaan yang sinis—karena tujuan sebenarnya dari manuver itu adalah untuk memungkinkan para eksekutif puncak menuai bayaran jutaan dolar dengan menjual opsi saham mereka sendiri atas nama “meningkatkan nilai pemegang saham.”

Sejumlah besar bukti anekdotal, pada kenyataannya, menunjukkan bahwa manajer yang berbicara tentang "meningkatkan nilai pemegang saham" jarang melakukannya. Dalam berinvestasi, seperti kehidupan pada umumnya, kemenangan akhir biasanya jatuh pada pelakunya, bukan pada pembicaranya.

¹⁰Pemecahan saham dibahas lebih lanjut dalam komentar pada Bab 13.

BAB 12

Hal yang Perlu Dipertimbangkan Pendapatan Per Saham

Tabnya akan dimulai dengan dua nasihat kepada investor yang tidak dapat menghindari implikasinya yang kontradiktif. Yang pertama adalah: Jangan menganggap serius pendapatan satu tahun. Yang kedua adalah: Jika Anda memperhatikan pendapatan jangka pendek, perhatikan jebakan dalam angka per-saham. Jika peringatan pertama kita diikuti dengan ketat, peringatan kedua tidak diperlukan. Tetapi terlalu berlebihan untuk berharap bahwa sebagian besar pemegang saham dapat menghubungkan semua keputusan saham biasa mereka dengan catatan jangka panjang dan prospek jangka panjang. Angka triwulanan, dan terutama angka tahunan, mendapat perhatian utama di kalangan keuangan, dan penekanan ini pasti akan berdampak pada pemikiran investor. Dia mungkin membutuhkan pendidikan di bidang ini, karena banyak kemungkinan yang menyesatkan.

Saat bab ini sedang ditulis, laporan pendapatan Alumunium Company of America (ALCOA) untuk tahun 1970 muncul di Wall Street Journal. Angka pertama yang ditampilkan adalah

	1970	1969
Bagikan	\$5,20	\$5,58
penghasilan ^{sebuah}		

Kecil^{sebuah} di awal dijelaskan dalam catatan kaki untuk merujuk pada "penghasilan utama", sebelum biaya khusus. Ada lebih banyak bahan catatan kaki; sebenarnya ia menempati ruang dua kali lebih banyak daripada tokoh-tokoh dasar itu sendiri.

Untuk kuartal Desember saja, "laba per saham" diberikan sebagai \$1,58 pada tahun 1970 melawan \$1,56 pada tahun 1969.

Investor atau spekulan yang tertarik dengan saham ALCOA, membaca

angka-angka itu, mungkin berkata pada dirinya sendiri: "Tidak terlalu buruk. Saya tahu bahwa tahun 1970 adalah tahun resesi di bidang aluminium. Tapi kuartal keempat menunjukkan keuntungan lebih dari tahun 1969, dengan pendapatan pada tingkat \$6,32 per tahun. Biarku lihat. Sahamnya dijual dengan harga 62. Mengapa, itu kurang dari sepuluh kali lipat pendapatannya. Itu membuatnya terlihat cukup murah, dibandingkan dengan 16 kali untuk International Nickel, dll., dll. "

Tetapi jika teman investor-spekulator kami telah repot-repot membaca semua materi di catatan kaki, dia akan menemukan bahwa alih-alih satu angka laba per saham untuk tahun 1970 sebenarnya ada empat, yaitu:

	1970	1969
Penghasilan utama	\$5,20	\$5,58
Laba bersih (setelah biaya khusus)	4.32	5.58
Sepenuhnya diencerkan, sebelum biaya	5.01	5.35
Sepenuhnya diencerkan, setelah biaya	4.19	5.35

Untuk kuartal keempat saja hanya dua angka yang diberikan:

Penghasilan utama	\$1,58	\$1,56
Laba bersih (setelah biaya khusus)	.70	1.56

Apa arti semua penghasilan tambahan ini? Pendapatan mana yang merupakan pendapatan sebenarnya untuk tahun ini dan kuartal Desember? Jika yang terakhir harus diambil pada 70 sen—pendapatan bersih setelah biaya khusus—tarif tahunan akan menjadi \$2,80 bukannya \$6,32, dan harga 62 akan menjadi "22 kali pendapatan," bukannya 10 kali kita mulai.

Sebagian dari pertanyaan mengenai "penghasilan sebenarnya" dari ALCOA dapat dijawab dengan cukup mudah. Pengurangan dari \$5,20 menjadi \$5,01, untuk memungkinkan efek "pengenceran", jelas diperlukan. ALCOA memiliki penerbitan obligasi besar yang dapat dikonversi menjadi saham biasa; untuk menghitung "kekuatan pendapatan" dari yang umum, berdasarkan hasil tahun 1970, harus diasumsikan bahwa hak konversi akan dilakukan jika terbukti menguntungkan bagi pemegang obligasi untuk melakukannya. Jumlah yang terlibat dalam gambar ALCOA relatif kecil, dan hampir

tidak layak mendapat komentar rinci. Tetapi dalam kasus lain, penyisihan hak konversi—dan keberadaan waran pembelian saham—bisa

mengurangi pendapatan yang terlihat hingga setengahnya, atau lebih. Kami akan menyajikan contoh faktor pengenceran yang sangat signifikan di bawah ini (halaman 411). (Layanan keuangan tidak selalu konsisten dalam penyisihan faktor pengenceran dalam pelaporan dan analisisnya).*

Mari kita beralih ke masalah "biaya khusus". Angka ini \$18.800.000, atau 88 sen per saham, dipotong pada kuartal keempat, adalah

tidak penting. Apakah itu harus diabaikan sepenuhnya, atau sepenuhnya diakui sebagai

pengurangan pendapatan, atau sebagian diakui dan sebagian diabaikan?

Investor yang waspada mungkin bertanya pada dirinya sendiri juga bagaimana hal itu bisa terjadi

ada epidemi virtual dari charge-off khusus yang muncul

setelah penutupan tahun 1970, tetapi tidak pada tahun-tahun sebelumnya? Mungkinkah ada pos-

mungkin adalah beberapa tangan Italia yang baik, yang bekerja dengan akun-

ing—tetapi selalu, tentu saja, dalam batas-batas yang diizinkan?

Ketika kita melihat lebih dekat, kita mungkin menemukan bahwa kerugian seperti itu, dibebankan

sebelum mereka benar-benar terjadi, dapat terpesona, seolah-olah, dengan

tidak ada efek yang tidak menyenangkan pada "penghasilan utama" di masa lalu atau di masa depan. Di

beberapa kasus ekstrem yang mungkin mereka gunakan untuk membuat selanjutnya

pendapatan muncul hampir dua kali lebih besar dari pada kenyataannya — dengan lebih banyak atau lebih

perlakuan kurang bergengsi dari kredit pajak yang terlibat.

* "Dilusi" adalah salah satu dari banyak kata yang menggambarkan stok dalam bahasa dinamika fluida. Saham dengan volume perdagangan tinggi dikatakan "likuid". Ketika sebuah perusahaan go public dalam IPO, ia "mengambang" sahamnya. Dan, pada hari-hari sebelumnya, sebuah perusahaan yang secara drastis mengencerkan sahamnya (dengan sejumlah besar utang konversi atau beberapa penawaran saham biasa) dikatakan telah "mengencerkan" sahamnya. Istilah ini diyakini berasal dari manipulator pasar legendaris

Daniel Drew (1797–1879), yang memulai sebagai pedagang ternak. Dia akan mengarahkan ternaknya ke selatan menuju Manhattan, memberi mereka makan garam di sepanjang jalan. Ketika mereka sampai di Sungai Harlem, mereka akan menenggak air dalam jumlah besar untuk memuaskan dahaga mereka. Drew kemudian akan membawa mereka ke pasar, di mana air yang baru saja mereka minum akan menambah berat badan mereka. Itu memungkinkan dia untuk mendapatkan harga yang jauh lebih tinggi, karena ternak di atas kuku dijual dengan pound. Drew kemudian menyirami saham Erie Railroad dengan menerbitkan saham baru secara besar-besaran tanpa peringatan.

Graham mengacu pada keahlian yang tepat dari para pemahat batu imigran Italia yang menghiasi fasad bangunan yang biasa-biasa saja di seluruh New York pada awal 1900-an. Akuntan, juga, dapat mengubah fakta keuangan sederhana menjadi pola yang rumit dan bahkan tidak dapat dipahami.

Dalam menangani tuntutan khusus ALCOA, hal pertama yang harus ditetapkan adalah bagaimana mereka muncul. Catatan kaki cukup spesifik. Pengurangan tersebut berasal dari empat sumber, yaitu:

1. Perkiraan manajemen tentang biaya yang diantisipasi untuk menutup divisi produk manufaktur.
2. Begitu pula dengan penutupan pabrik ALCOA Castings Co.
3. Begitu pula dengan kerugian dalam penghentian ALCOA Credit Co.
4. Juga, perkiraan biaya sebesar \$5,3 juta terkait dengan penyelesaian
tion kontrak untuk "dinding tirai."

Semua item ini terkait dengan biaya dan kerugian di masa depan. Mudah untuk mengatakan bahwa mereka bukan bagian dari "hasil operasi biasa" dari

1970—tetapi jika demikian, di manakah mereka berada? Apakah mereka begitu "luar biasa dan tidak berulang" sehingga tidak ada di mana-mana? Perusahaan yang tersebar luas seperti ALCOA, yang menjalankan bisnis senilai \$1,5 miliar setiap tahun, pasti memiliki banyak divisi, departemen, afiliasi, dan sejenisnya. Bukankah lebih normal daripada luar biasa jika satu atau lebih terbukti tidak menguntungkan, dan harus ditutup? Demikian pula untuk hal-hal seperti kontrak untuk membangun tembok. Misalkan setiap kali sebuah perusahaan mengalami kerugian pada bagian mana pun dari bisnisnya, ia memiliki ide cemerlang untuk membebarkannya sebagai "item khusus," dan dengan demikian melaporkan "pendapatan utama" per sahamnya sehingga hanya memasukkan labanya yang menguntungkan. kontrak dan operasi? Seperti jam matahari Raja Edward VII, yang hanya menandai "jam-jam cerah".*

*Raja mungkin mengambil inspirasinya dari esai yang pernah terkenal oleh penulis Inggris William Hazlitt, yang merenungkan jam matahari di dekat Venesia yang memuat kata-kata Horatius non numero nisi serenas, atau "Saya hanya menghitung jam yang tenang." Perusahaan yang secara kronis mengecualikan berita buruk dari hasil keuangan mereka dengan dalih bahwa peristiwa negatif adalah "luar biasa" atau "tidak berulang" mengambil halaman dari Hazlitt, yang mendesak pembacanya "untuk tidak memperhatikan waktu tetapi dengan manfaatnya, hanya menonton untuk senyuman dan mengabaikan kerutan takdir, untuk menyusun

hidup kita saat-saat cerah dan lembut, berpaling ke sisi cerah dari hal-hal, dan membiarkan sisanya terlepas dari imajinasi kita, diabaikan atau dilupakan!" (William Hazlitt, "On a Sun-Dial," ca. 1827.) Sayangnya, investor harus selalu menghitung jam cerah dan gelap sama.

Pembaca harus mencatat dua aspek cerdik dari prosedur ALCOA yang telah kita diskusikan. Yang pertama adalah bahwa dengan mengantisipasi kerugian di masa depan, perusahaan lolos dari keharusan mengalokasikan kerugian itu sendiri ke tahun yang dapat diidentifikasi. Mereka tidak termasuk

1970, karena sebenarnya tidak diambil pada tahun itu. Dan mereka tidak akan ditampilkan pada tahun ketika mereka benar-benar diambil, karena mereka telah disediakan. Pekerjaan rapi, tetapi mungkinkah itu tidak sedikit menyesatkan?

Catatan kaki ALCOA tidak mengatakan apa-apa tentang penghematan pajak di masa depan dari kerugian ini. (Kebanyakan pernyataan semacam ini menyatakan secara khusus bahwa hanya "efek setelah pajak" yang telah dihapuskan.) Jika angka ALCOA mewakili kerugian masa depan sebelum kredit pajak terkait, maka tidak hanya pendapatan masa depan akan dibebaskan dari bobot dari biaya ini (seperti yang sebenarnya terjadi), tetapi mereka akan ditingkatkan dengan kredit pajak sekitar 50% daripadanya. Sulit dipercaya bahwa rekening akan ditangani seperti itu. Tetapi adalah fakta bahwa perusahaan tertentu yang telah mengalami kerugian besar di masa lalu dapat melaporkan laba masa depan tanpa membebankan pajak normal terhadap mereka, dengan cara itu membuat laba yang sangat bagus memang terlihat—berdasarkan cukup paradoks pada masa lalu mereka. aib.

Fitur cerdik lainnya adalah penggunaan oleh ALCOA dan banyak perusahaan lain pada akhir tahun 1970 untuk melakukan pengurangan biaya khusus ini. Pasar saham mengambil apa yang tampak seperti mandi darah di paruh pertama tahun 1970. Semua orang mengharapkan hasil yang relatif buruk untuk tahun ini bagi sebagian besar perusahaan. Wall Street sekarang mengantisipasi hasil yang lebih baik pada tahun 1971, 1972, dll. Sungguh pengaturan yang bagus, kemudian, untuk membebankan biaya sebanyak mungkin ke tahun yang buruk, yang telah dihapuskan secara mental dan hampir surut ke masa lalu, meninggalkan jalan yang jelas untuk sosok yang digemukkan dengan baik dalam beberapa tahun ke depan! Mungkin ini adalah akuntansi yang baik, kebijakan bisnis yang baik, dan baik untuk hubungan manajemen-pemegang saham. Tapi kami masih memiliki keraguan.

Kombinasi dari operasi diversifikasi yang luas (atau haruskah liar?) dengan dorongan untuk membersihkan rumah pada akhir tahun 1970 telah

menghasilkan beberapa catatan kaki yang tampak aneh pada laporan tahunan. Pembaca mungkin terhibur dengan penjelasan berikut yang diberikan oleh perusahaan Bursa Efek New York (yang akan tetap tidak disebutkan namanya) dari "barang-barang khusus" yang mengumpulkan \$ 2.357.000, atau sekitar sepertiga dari pendapatan sebelum biaya-off: "Terdiri dari ketentuan untuk penutupan Operasi Spalding Inggris Raya; penyisihan biaya reorganisasi divisi; biaya penjualan sebuah perusahaan kecil pembuat celana bayi dan bib, pelepasan sebagian kepentingan di fasilitas penyewaan mobil Spanyol, dan likuidasi operasi sepatu ski."*

Bertahun-tahun yang lalu, perusahaan-perusahaan kuat biasa menyiapkan "cadangan darurat" dari keuntungan tahun-tahun yang baik untuk menyerap beberapa efek buruk dari depresi di tahun-tahun mendatang. Ide dasarnya adalah untuk menyamakan laba yang dilaporkan, kurang lebih, dan untuk meningkatkan faktor stabilitas dalam catatan perusahaan. Sebuah motif yang layak, tampaknya; tetapi para akuntan dengan tepat menolak praktik tersebut sebagai salah saji pendapatan yang sebenarnya. Mereka bersikeras bahwa hasil setiap tahun disajikan sebagaimana adanya, baik atau buruk, dan pemegang saham dan analis diizinkan untuk melakukan rata-rata atau menyamakan untuk diri mereka sendiri. Kami tampaknya sekarang menyaksikan fenomena yang berlawanan, dengan semua orang menyerang sebanyak mungkin dari yang terlupakan

1970, untuk memulai tahun 1971 dengan catatan yang tidak hanya bersih tetapi juga dipersiapkan secara khusus untuk menunjukkan angka per-saham yang menyenangkan di tahun-tahun mendatang.

Saatnya kembali ke pertanyaan pertama kita. Lalu berapa pendapatan sebenarnya dari ALCOA pada tahun 1970? Jawaban yang tepat adalah: The \$5,01 per saham, setelah "dilusi", dikurangi bagian dari 82 sen dari "beban khusus" yang dapat diatribusikan dengan tepat pada kejadian-kejadian di

1970. Tapi kami tidak tahu berapa porsinya, jadi kami tidak bisa *nyatakan dengan benar pendapatan yang sebenarnya untuk tahun tersebut*. Manajemen dan auditor seharusnya memberi kami penilaian terbaik mereka tentang hal ini,

tapi mereka tidak melakukannya. Dan selanjutnya, manajemen dan auditor seharusnya menyediakan pengurangan saldo biaya ini dari penghasilan biasa dalam jumlah yang sesuai

* Perusahaan yang dirujuk Graham dengan sangat malu-malu tampaknya adalah American Machine & Foundry (atau AMF Corp.), salah satu konglomerat yang paling campur aduk di akhir 1960-an. Itu adalah pendahulu dari AMF Bowling Worldwide saat ini, yang mengoperasikan arena bowling dan memproduksi peralatan bowling.

tahun-tahun mendatang—katakanlah, tidak lebih dari lima. Ini jelas tidak akan mereka lakukan juga, karena mereka telah dengan mudah membuang seluruh jumlah itu sebagai biaya khusus tahun 1970.

Semakin serius investor mengambil angka pendapatan per saham seperti yang dipublikasikan, semakin penting bagi mereka untuk waspada terhadap faktor akuntansi dari satu jenis dan lainnya yang dapat merusak komparabilitas angka yang sebenarnya. Kami telah menyebutkan tiga macam faktor ini: penggunaan biaya khusus, yang mungkin tidak pernah tercermin dalam laba per saham, pengurangan pengurangan pajak penghasilan normal karena kerugian masa lalu, dan faktor pengenceran yang tersirat dalam adanya sejumlah besar sekuritas atau waran yang dapat dikonversi.¹ Item keempat yang memiliki pengaruh signifikan terhadap laba yang dilaporkan di masa lalu adalah metode memperlakukan depresiasi—terutama antara jadwal "garis lurus" dan "dipercepat". Kami menahan diri dari detail di sini. Tetapi sebagai contoh saat ini seperti yang kita tulis, mari kita sebutkan laporan tahun 1970 dari Trane Co. Perusahaan ini menunjukkan peningkatan hampir 20% dalam pendapatan per-saham selama tahun 1969—\$3,29 versus \$2,76—tetapi setengahnya berasal dari kembali ke perusahaan yang lebih tua. tingkat depresiasi garis lurus, lebih sedikit membebani pendapatan daripada metode akselerasi yang digunakan tahun sebelumnya. (Perusahaan akan terus menggunakan kurs yang dipercepat pada pengembalian pajak penghasilannya, sehingga menunda pembayaran pajak penghasilan atas selisihnya.) Masih faktor lain, yang terkadang penting, adalah pilihan antara membebani biaya penelitian dan pengembangan pada tahun terjadinya atau mengamortisasinya selama periode tahun. Akhirnya, mari kita sebutkan pilihan antara metode penilaian persediaan FIFO (masuk pertama keluar pertama) dan LIFO (masuk terakhir keluar pertama).*

* Saat ini, investor perlu mewaspadai beberapa "faktor akuntansi" lain yang dapat mendistorsi laba yang dilaporkan. Salah satunya adalah laporan keuangan "pro forma" atau "seolah-olah", yang melaporkan pendapatan perusahaan seolah-olah Prinsip Akuntansi yang Berlaku Umum (GAAP) tidak berlaku. Yang lainnya adalah efek dilutif dari menerbitkan jutaan opsi saham untuk kompensasi eksekutif, kemudian membeli kembali jutaan saham agar opsi tersebut tidak mengurangi nilai saham biasa. Yang ketiga adalah asumsi pengembalian dana pensiun perusahaan yang tidak realistis, yang secara artifisial dapat meningkatkan pendapatan di tahun-tahun yang baik dan menekannya di tahun-tahun yang buruk. Lainnya

adalah "Badan Tujuan Khusus," atau perusahaan afiliasi atau kemitraan yang membeli aset atau kewajiban berisiko dari perusahaan.

Pernyataan yang jelas di sini adalah bahwa investor tidak boleh memperhatikan variabel akuntansi ini jika jumlah yang terlibat relatif kecil. Tetapi Wall Street sebagaimana adanya, bahkan barang-barang yang cukup kecil pun dapat dianggap serius. Dua hari sebelum laporan ALCOA muncul di Wall Street Journal, makalah tersebut membahas cukup banyak pernyataan terkait dari Dow Chemical. Itu ditutup dengan pengamatan bahwa "banyak analis" telah terganggu oleh fakta bahwa Dow telah memasukkan item 21 sen dalam laba reguler untuk tahun 1969, alih-alih memperlakukannya sebagai item "pendapatan luar biasa." Mengapa ribut-ribut? Karena, ternyata, evaluasi Dow Chemical yang melibatkan jutaan dolar secara agregat tampaknya bergantung pada berapa persentase keuntungannya.

1969 lebih dari 1968 — dalam hal ini 9% atau 4½%. Ini menurut kami agak tidak masuk akal; sangat kecil kemungkinannya bahwa perbedaan kecil yang terlibat dalam hasil satu tahun dapat mempengaruhi keuntungan atau pertumbuhan rata-rata di masa depan, dan pada penilaian perusahaan yang konservatif dan realistis.

Sebaliknya, pertimbangkan pernyataan lain yang juga muncul pada Januari 1971. Hal ini berkaitan dengan laporan Northwest Industries Inc. untuk

1970.* Perusahaan berencana untuk menghapus, sebagai biaya khusus, tidak kurang dari \$264 juta dalam satu kali kejadian. Dari jumlah tersebut, \$200 juta merupakan kerugian yang harus diambil atas usulan penjualan anak perusahaan kereta api kepada karyawannya dan sisanya merupakan penurunan nilai pembelian saham baru-baru ini. Jumlah ini akan menghasilkan kerugian sekitar \$35 per saham biasa sebelum dilusi offset, atau dua kali lipat dari harga pasar saat itu. Di sini kita memiliki sesuatu yang sangat berarti-

perusahaan dan dengan demikian "menghapus" risiko keuangan tersebut dari neraca perusahaan. Elemen distorsi lainnya adalah perlakuan pemasaran atau biaya "lunak" lainnya sebagai aset perusahaan, bukan sebagai biaya normal dalam menjalankan bisnis. Kami akan memeriksa secara singkat praktik seperti itu dalam komentar yang menyertai bab ini.

* Northwest Industries adalah perusahaan induk untuk, di antara bisnis lainnya, Chicago and Northwestern Railway Co. dan Union Underwear (pembuat celana BVD dan Fruit of the Loom). Itu diambil alih di 1985 oleh pemodal yang berhutang banyak, William Farley, yang menjalankan perusahaan tersebut. Fruit of the Loom dibeli dalam

proses kebangkrutan oleh Berkshire Hathaway Inc. Warren Buffett pada awal 2002.

tidak bisa. Jika transaksi berjalan, dan jika undang-undang perpajakan tidak diubah, kerugian yang disediakan pada tahun 1970 ini akan memungkinkan Northwest Industries untuk merealisasikan sekitar \$400 juta laba masa depan (dalam lima tahun) dari kepentingan terdiversifikasi lainnya tanpa membayar pajak penghasilan di atasnya.* Apa yang akan menjadi pendapatan riil dari perusahaan itu; haruskah mereka dihitung dengan atau tanpa ketentuan untuk hampir 50% pajak penghasilan yang sebenarnya tidak harus dibayar? Menurut pendapat kami, cara penghitungan yang tepat adalah pertama-tama mempertimbangkan daya penghasilan yang ditunjukkan berdasarkan kewajiban pajak penghasilan penuh, dan untuk memperoleh beberapa gagasan luas tentang nilai saham berdasarkan perkiraan itu. Untuk ini harus ditambahkan beberapa angka bonus, yang mewakili nilai per saham dari pembebasan pajak penting tetapi sementara yang akan dinikmati perusahaan. (Kelonggaran harus dibuat, juga, untuk kemungkinan pengenceran skala besar dalam kasus ini. Sebenarnya, penerbitan dan waran preferen yang dapat dikonversi akan lebih dari dua kali lipat saham biasa yang beredar jika hak istimewa dilaksanakan.)

Semua ini mungkin membingungkan dan melelahkan bagi pembaca kami, tetapi itu termasuk dalam cerita kami. Akuntansi perusahaan sering kali rumit; analisis keamanan bisa rumit; penilaian saham benar-benar dapat diandalkan hanya dalam kasus-kasus luar biasa.† Bagi sebagian besar investor, mungkin lebih baik untuk meyakinkan diri mereka sendiri bahwa mereka mendapatkan nilai yang baik untuk harga yang mereka bayar, dan membiarkannya begitu saja.

* Graham mengacu pada ketentuan undang-undang pajak Federal yang memungkinkan perusahaan untuk "membawa ke depan" kerugian operasional bersih mereka. Seperti kode pajak sekarang, kerugian ini dapat dibawa ke depan hingga 20 tahun, mengurangi kewajiban pajak perusahaan untuk seluruh periode (dan dengan demikian meningkatkan pendapatannya setelah pajak). Oleh karena itu, investor harus mempertimbangkan apakah kerugian besar yang terjadi baru-baru ini benar-benar dapat meningkatkan laba bersih perusahaan di masa depan.

Investor harus menjaga kata-kata ini dan sering mengingatkan diri mereka sendiri tentang hal itu: "Penilaian saham benar-benar dapat diandalkan hanya dalam kasus-kasus luar biasa." Sementara harga sebagian besar saham hampir selalu benar, harga saham dan nilai bisnisnya hampir tidak pernah sama. Penilaian pasar terhadap harga seringkali tidak dapat diandalkan. Sayangnya, margin kesalahan

harga pasar seringkali tidak cukup lebar untuk membenarkan biaya perdagangan atas kesalahan tersebut. Investor yang cerdas harus dengan hati-hati mengevaluasi biaya perdagangan dan pajak sebelum mencoba mengambil keuntungan dari perbedaan harga apa pun—dan tidak boleh mengandalkan kemampuan untuk menjual dengan harga pasti yang saat ini dikutip di pasar.

Penggunaan Penghasilan Rata-Rata

Di masa lalu, para analis dan investor menaruh perhatian besar pada pendapatan rata-rata selama periode yang cukup lama di masa lalu—biasanya dari tujuh hingga sepuluh tahun. "Angka rata-rata"* ini berguna untuk mengatasi naik turunnya siklus bisnis yang sering terjadi, dan dianggap memberikan gambaran yang lebih baik tentang kekuatan pendapatan perusahaan daripada hasil tahun terakhir saja. Salah satu keuntungan penting dari proses rata-rata seperti itu adalah bahwa hal itu akan memecahkan masalah tentang apa yang harus dilakukan terhadap hampir semua biaya dan kredit khusus. Mereka harus dimasukkan dalam pendapatan rata-rata. Tentu saja sebagian besar kerugian dan keuntungan ini merupakan bagian dari sejarah operasi perusahaan. Jika kita melakukan ini untuk ALCOA, pendapatan rata-rata untuk 1961–1970 (sepuluh tahun) akan muncul sebagai \$3,62 dan selama tujuh tahun 1964–1970 sebagai \$4,62 per saham.

Perhitungan Tingkat Pertumbuhan Masa Lalu

Sangatlah penting bahwa faktor pertumbuhan dalam catatan perusahaan diperhitungkan secara memadai. Di mana pertumbuhannya besar, pendapatan baru-baru ini akan jauh di atas rata-rata tujuh atau sepuluh tahun, dan analis mungkin menganggap angka-angka jangka panjang ini tidak relevan. Ini tidak perlu terjadi. Penghasilan dapat diberikan dalam bentuk rata-rata dan angka terbaru. Kami menyarankan agar tingkat pertumbuhan itu sendiri dihitung dengan membandingkan rata-rata tiga tahun terakhir dengan angka-angka yang sesuai sepuluh tahun sebelumnya. (Jika ada masalah "biaya atau kredit khusus", hal itu dapat diselesaikan dengan dasar kompromi.) Perhatikan perhitungan berikut untuk pertumbuhan ALCOA dibandingkan dengan Sears Roebuck dan grup DJIA secara keseluruhan.

*Komentar:*Beberapa tokoh ini bisa menjadi bahan diskusi panjang. Mereka mungkin menunjukkan sebaik yang lainnya, yang diturunkan dengan perlakuan matematis yang rumit, pertumbuhan pendapatan yang sebenarnya

* "Angka rata-rata" mengacu pada rata-rata sederhana, atau aritmatika, yang dijelaskan Graham dalam kalimat sebelumnya.

TSANGGUP 12-1

	<i>ALCOA</i>	<i>Sears Roebuck</i>	<i>DJIA</i>
Penghasilan rata-rata 1968-1970	\$4,95 ^{sebuah}	\$2,87	\$55,40
Penghasilan rata-rata 1958-1960	2.08	1.23	31.49
Pertumbuhan	141,0%	134,0%	75,0%
Tarif tahunan (majemuk)	9,0%	8,7%	5,7%

^{sebuah} Tiga perlima dari biaya khusus 82 sen pada tahun 1970 dipotong di sini.

untuk waktu yang lama 1958-1970. Tetapi seberapa relevankah angka ini, yang umumnya dianggap sentral dalam penilaian saham biasa, dengan kasus ALCOA? Tingkat pertumbuhan masa lalunya sangat baik, sebenarnya sedikit lebih baik daripada Sears Roebuck yang terkenal dan jauh lebih tinggi daripada komposit DJIA. Namun harga pasar pada awal tahun 1971 sepertinya tidak memperdulikan performa bagus ini. ALCOA dijual hanya 11½ kali rata-rata tiga tahun terakhir, sementara Sears dijual di

27 kali dan DJIA sendiri 15+ kali. Bagaimana ini terjadi? Terbukti Wall Street memiliki pandangan yang cukup pesimistis tentang arah pendapatan ALCOA di masa depan, berbeda dengan rekor sebelumnya. Cukup mengejutkan, harga tinggi untuk ALCOA sudah terjadi sejak tahun 1959. Pada tahun itu, ALCOA terjual dengan harga 116, atau 45 kali lipat dari pendapatannya. (Ini dibandingkan dengan harga tinggi yang disesuaikan pada tahun 1959 sebesar 25½ untuk Sears Roebuck, atau 20 kali pendapatannya saat itu.) Meskipun keuntungan ALCOA memang menunjukkan pertumbuhan yang sangat baik setelahnya, terbukti bahwa dalam hal ini kemungkinan masa depan sangat ditaksir terlalu tinggi dalam harga pasar. Itu ditutup pada tahun 1970 tepat setengah dari harga tertinggi tahun 1959, sementara harga Sears naik tiga kali lipat dan DJIA naik hampir 30%.

Harus ditunjukkan bahwa pendapatan ALCOA atas dana modal* hanya rata-rata atau kurang, dan ini mungkin menjadi faktor penentu di sini. Pengganda tinggi telah dipertahankan di pasar saham hanya jika perusahaan telah mempertahankan lebih baik dari profitabilitas rata-rata.

* Graham tampaknya menggunakan "laba atas dana modal" dalam pengertian tradisional pengembalian nilai buku—pada dasarnya, laba bersih dibagi dengan aset bersih berwujud perusahaan.

Mari kita terapkan pada ALCOA saran yang kita buat di bab sebelumnya untuk "proses penilaian dua bagian."* Pendekatan seperti itu mungkin menghasilkan "nilai kinerja masa lalu" untuk ALCOA sebesar 10% dari DJIA, atau \$84 per saham relatif terhadap harga penutupan 840 untuk DJIA pada tahun 1970. Atas dasar ini saham akan tampak cukup menarik pada harga 57%.

Sejauh mana analis senior harus menandai "nilai kinerja masa lalu" untuk memungkinkan perkembangan buruk yang dia lihat di masa depan? Terus terang, kami tidak tahu. Asumsikan dia memiliki alasan untuk percaya bahwa pendapatan tahun 1971 akan serendah \$2,50 per saham—penurunan besar dari angka tahun 1970, dibandingkan dengan uang muka yang diharapkan untuk DJIA. Sangat mungkin pasar saham akan menganggap kinerja buruk ini dengan cukup serius, tetapi apakah itu akan benar-benar membangun Perusahaan Aluminium Amerika yang dulu perkasa sebagai perusahaan yang relatif tidak menguntungkan, yang dinilai kurang dari aset berwujudnya di balik saham?† (Pada tahun 1971 harga menurun dari tertinggi 70 pada Mei ke terendah 36 pada Desember, terhadap nilai buku 55.)

ALCOA tentu saja merupakan perusahaan industri yang representatif dengan ukuran besar, tetapi menurut kami sejarah harga dan pendapatannya lebih tidak biasa, bahkan kontradiktif, dibandingkan dengan kebanyakan perusahaan besar lainnya. Namun contoh ini mendukung sampai tingkat tertentu, keraguan yang kami ungkapkan dalam bab terakhir mengenai keandalan prosedur penilaian ketika diterapkan pada perusahaan industri yang khas.

*Lihat hal. 299–301.

Sejarah baru-baru ini—dan segunung penelitian keuangan—telah menunjukkan bahwa pasar tidak ramah terhadap perusahaan yang berkembang pesat yang tiba-tiba melaporkan penurunan pendapatan. Petani yang lebih moderat dan stabil, seperti ALCOA di masa Graham atau Anheuser-Busch dan Colgate-Palmolive di zaman kita, cenderung mengalami penurunan saham yang lebih ringan jika mereka melaporkan pendapatan yang mengecewakan. Harapan yang besar akan membawa kekecewaan yang besar jika tidak terpenuhi; kegagalan untuk memenuhi harapan moderat mengarah ke reaksi yang jauh lebih ringan. Jadi, salah satu risiko terbesar dalam memiliki saham pertumbuhan bukanlah

pertumbuhannya akan berhenti, tetapi hanya akan melambat. Dan dalam jangka panjang, itu bukan hanya risiko, tetapi kepastian virtual.

KOMENTAR PADA BAB 12

Anda bisa lebih mudah ditipu oleh seorang pria dengan pena daripada Anda dapat ditipu oleh seorang pria dengan pistol.

—Bo Diddley

EN U M B E R G A M E

Bahkan Graham akan terkejut dengan sejauh mana perusahaan dan akuntan mereka mendorong batas kepatutan dalam beberapa tahun terakhir. Dikompensasi berat melalui opsi saham, eksekutif puncak menyadari bahwa mereka bisa menjadi sangat kaya hanya dengan meningkatkan pendapatan perusahaan mereka hanya untuk beberapa tahun berjalan.¹Ratusan perusahaan melanggar semangat, jika bukan surat, prinsip akuntansi—mengubah laporan keuangan mereka menjadi omong kosong, membuat hasil yang buruk dengan perbaikan kosmetik, menutupi biaya, atau menghasilkan pendapatan dari udara kosong. Mari kita lihat beberapa praktik buruk ini.

S E O L A H - O L A H !

Mungkin sedikit hocus-pocus akuntansi yang paling luas adalah mode pendapatan "pro forma". Ada pepatah lama di Wall Street bahwa setiap ide buruk dimulai sebagai ide bagus, dan presentasi pendapatan proforma tidak berbeda. Titik awalnya adalah untuk memberikan gambaran yang lebih benar tentang pertumbuhan pendapatan jangka panjang dengan menyesuaikan penyimpangan jangka pendek dari tren atau untuk peristiwa yang dianggap "tidak berulang". Siaran pers pro forma mungkin, misalnya, menunjukkan apa yang akan diperoleh perusahaan selama setahun terakhir jika perusahaan lain yang baru saja diakuisisi telah menjadi bagian dari keluarga selama 12 bulan penuh.

¹Untuk mengetahui lebih lanjut tentang bagaimana opsi saham dapat memperkaya manajer perusahaan—tetapi tidak harus pemegang saham luar—lihat komentar di Bab 19.

Namun, seiring perkembangan Naughty 1990-an, perusahaan tidak bisa pergi begitu saja. Lihat saja contoh pro forma flim- flam berikut ini:

- Untuk kuartal yang berakhir 30 September 1999, InfoSpace, Inc. menyajikan pendapatan pro formanya seolah-olah belum membayar \$159,9 juta dalam bentuk dividen saham preferen.
- Untuk kuartal yang berakhir pada tanggal 31 Oktober 2001, BEA Systems, Inc. menyajikan pendapatan pro formanya seolah-olah belum membayar pajak gaji sebesar \$ 193 juta atas opsi saham yang dilakukan oleh karyawannya.
- Untuk kuartal yang berakhir pada tanggal 31 Maret 2001, JDS Uniphase Corp. menyajikan pendapatan pro formanya seolah-olah belum membayar \$4 juta dalam pajak gaji, tidak kehilangan \$7 juta karena berinvestasi dalam saham yang buruk, dan tidak mengeluarkan biaya sebesar \$2,5 miliar. terkait dengan merger dan goodwill.

Singkatnya, pendapatan pro forma memungkinkan perusahaan untuk menunjukkan seberapa baik yang mungkin mereka lakukan jika mereka tidak melakukannya seburuk yang mereka lakukan.²Sebagai investor yang cerdas, satu-satunya hal yang harus Anda lakukan dengan pendapatan proforma adalah mengabaikannya.

PENGAKUAN LAPAR

Pada tahun 2000, Qwest Communications International Inc., raksasa telekomunikasi, tampak kuat. Sahamnya turun kurang dari 5% bahkan ketika pasar saham kehilangan lebih dari 9% tahun itu.

Namun laporan keuangan Qwest mengungkapkan sedikit hal yang aneh. terlambat

1999, Qwest memutuskan untuk mengakui pendapatan dari direktori teleponnya segera setelah buku telepon diterbitkan—walaupun, seperti yang diketahui oleh siapa pun yang pernah memasang iklan Yellow Pages, banyak bisnis membayar iklan tersebut dengan cicilan bulanan.

²Semua contoh di atas diambil langsung dari siaran pers yang dikeluarkan oleh perusahaan itu sendiri. Untuk sindiran brilian tentang seperti apa kehidupan sehari-hari jika kita semua harus membenarkan perilaku kita dengan cara yang sama seperti perusahaan menyesuaikan pendapatan yang dilaporkan, lihat “My Pro Forma Life,” oleh Rob Walker, di <http://slate>.

msn.com/?id=2063953. (“... makan siang pasca-latihan baru-baru ini berupa steak tulang iga 22 ons di Smith & Wollensky dan tiga gelas bourbon diperlakukan di sini sebagai pengeluaran yang tidak berulang. Saya tidak akan pernah melakukannya lagi!”)

Omong kosong! “Perubahan prinsip akuntansi” yang kedengarannya aneh itu meningkatkan laba bersih tahun 1999 sebesar \$240 juta setelah pajak—seperlima dari semua uang yang diperoleh Qwest tahun itu.

Seperti bongkahan es kecil yang memahkotai gunung es yang tenggelam, pengakuan pendapatan yang agresif sering kali merupakan tanda bahaya yang semakin dalam dan tampak besar—begitu pula di Qwest. Pada awal tahun 2003, setelah meninjau laporan keuangan sebelumnya, perusahaan mengumumkan bahwa mereka telah mengakui keuntungan penjualan peralatan secara prematur, mencatat biaya layanan yang diberikan oleh pihak luar secara tidak tepat, mencatat biaya secara tidak tepat seolah-olah itu adalah aset modal daripada biaya, dan memperlakukan pertukaran aset secara tidak adil seolah-olah itu adalah penjualan langsung. Secara keseluruhan, pendapatan Qwest untuk tahun 2000 dan 2001 telah dilebih-lebihkan sebesar \$2,2 miliar—termasuk \$80 juta dari “perubahan prinsip akuntansi” sebelumnya, yang sekarang dibalik.³

C API T A L O F F N S E S

Pada akhir 1990-an, Global Crossing Ltd. memiliki ambisi tak terbatas. Perusahaan yang berbasis di Bermuda sedang membangun apa yang disebutnya “jaringan serat optik global terintegrasi pertama” di lebih dari 100.000 mil

³Pada tahun 2002, Qwest adalah salah satu dari 330 perusahaan publik yang menyatakan kembali laporan keuangan masa lalu, rekor sepanjang masa, menurut Huron Consulting Group. Semua informasi tentang Qwest diambil dari pengajuan keuangannya dengan Komisi Sekuritas dan Bursa AS (laporan tahunan, Formulir 8K, dan Formulir 10-K) yang ditemukan di database EDGAR di www.sec.gov. Tidak perlu melihat ke belakang untuk mendeteksi “perubahan prinsip akuntansi”, yang diungkapkan sepenuhnya oleh Qwest pada saat itu. Bagaimana kinerja saham Qwest selama periode ini? Pada akhir tahun 2000, sahamnya berada di \$41 per saham, total nilai pasar sebesar

\$67,9 miliar. Pada awal 2003, Qwest sekitar \$4, menilai seluruh perusahaan kurang dari \$7 miliar—kerugian 90%. Penurunan harga saham bukan satu-satunya biaya yang terkait dengan pendapatan palsu; sebuah studi baru-baru ini menemukan bahwa sampel dari 27 perusahaan yang dituduh melakukan penipuan akuntansi oleh SEC telah membayar lebih \$320 juta dalam pajak penghasilan Federal. Meskipun sebagian besar uang itu pada akhirnya akan dikembalikan

oleh IRS, sebagian besar pemegang saham tidak mungkin bertahan untuk mendapatkan keuntungan dari pengembalian dana tersebut. (Lihat Merle Erickson, Michelle Hanlon, dan Edward Maydew, “Berapa Banyak yang Akan Dibayar Perusahaan untuk Penghasilan yang Tidak Ada?” di <http://papers.ssrn.com>.)

kabel, sebagian besar diletakkan di dasar lautan dunia. Setelah menghubungkan dunia, Global Crossing akan menjual perusahaan komunikasi lain hak untuk membawa lalu lintas mereka melalui jaringan kabelnya. Pada tahun 1998 saja, Global Crossing menghabiskan lebih dari \$600 juta untuk membangun web optiknya. Tahun itu, hampir sepertiga dari anggaran konstruksi dibebankan pada pendapatan sebagai beban yang disebut “biaya kapasitas terjual.” Jika bukan karena pengeluaran sebesar \$178 juta itu, Global Crossing—yang melaporkan kerugian bersih sebesar \$96 juta—dapat melaporkan laba bersih sekitar \$82 juta.

Tahun berikutnya, kata catatan kaki hambar dalam laporan tahunan 1999, Global Crossing “memulai akuntansi kontrak layanan”. Perusahaan tidak akan lagi membebankan sebagian besar biaya konstruksi sebagai beban terhadap pendapatan langsung yang diterimanya dari kapasitas penjualan di jaringannya. Sebaliknya, sebagian besar dari biaya konstruksi tersebut sekarang akan diperlakukan bukan sebagai beban operasional tetapi sebagai belanja modal—sehingga meningkatkan total aset perusahaan, alih-alih menurunkan laba bersihnya.⁴

Poof! Dalam satu gerakan, aset "properti dan peralatan" Global Crossing naik \$575 juta, sementara biaya penjualannya naik hanya \$350 juta—meskipun perusahaan menghabiskan uang seperti pelaut mabuk.

Pengeluaran modal adalah alat penting bagi manajer untuk membuat bisnis yang baik tumbuh lebih besar dan lebih baik. Tetapi aturan akuntansi yang lunak memungkinkan manajer untuk menggelembungkan laba yang dilaporkan dengan mengubah norma-norma.

“Global Crossing sebelumnya memperlakukan sebagian besar biaya konstruksinya sebagai beban yang dibebankan terhadap pendapatan yang dihasilkan dari penjualan atau sewa hak pakai pada jaringannya. Pelanggan umumnya membayar hak mereka di muka, meskipun beberapa dapat membayar dengan mencicil selama periode hingga empat tahun. Tetapi Global Crossing tidak membukukan sebagian besar pendapatan di muka, melainkan menundanya selama masa sewa. Namun, sekarang, karena jaringan tersebut memiliki perkiraan masa pakai hingga 25 tahun, Global Crossing mulai memperlakukannya sebagai aset modal berumur panjang yang dapat disusutkan. Sementara perlakuan ini sesuai dengan Prinsip Akuntansi yang Diterima Secara Umum, tidak jelas mengapa Global Crossing tidak menggunakannya sebelum 1 Oktober 1999, atau apa yang sebenarnya mendorong perubahan tersebut. Pada

Maret 2001, Global Crossing memiliki total penilaian saham sebesar \$12,6 miliar;

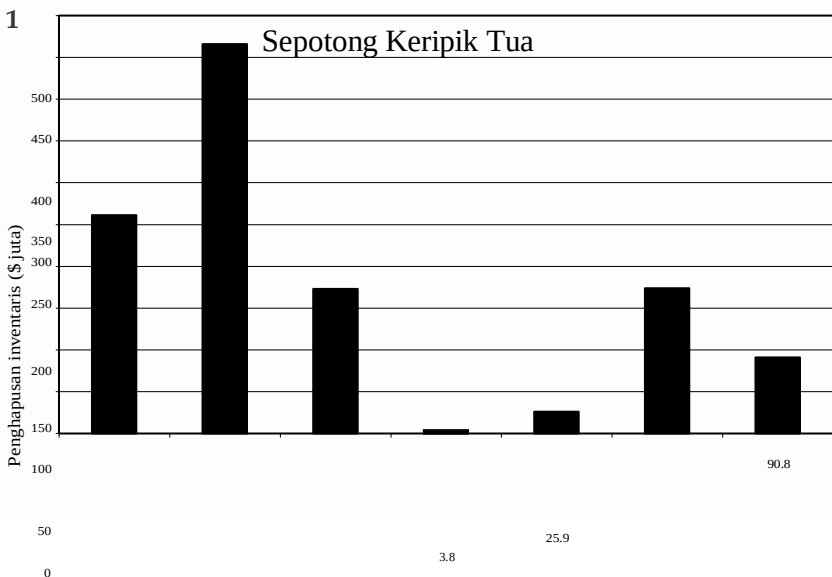
biaya operasional mal menjadi aset modal. Seperti yang ditunjukkan oleh kasus Global Crossing, investor yang cerdas harus yakin untuk memahami apa, dan mengapa, sebuah perusahaan dikapitalisasi.

AN I NVE NT ATA U Y ST ATA U Y

Seperti banyak pembuat chip semikonduktor, Micron Technology, Inc. mengalami penurunan penjualan setelah tahun 2000. Faktanya, Micron sangat terpukul oleh penurunan permintaan sehingga harus mulai mencatat nilai persediaannya—karena pelanggan jelas-jelas melakukannya. tidak menginginkan mereka dengan harga yang diminta Micron. Pada kuartal yang berakhir Mei 2001, Micron memangkas nilai tercatat persediaannya sebesar \$261 juta. Sebagian besar investor menafsirkan penurunan nilai bukan sebagai biaya operasi yang normal atau berulang, tetapi sebagai peristiwa yang tidak biasa.

Tapi lihat apa yang terjadi setelah itu:

GAMBAR 12-



Kuartal fiskal Teknologi Mikron

Sumber: Laporan keuangan Micron Technology.

Micron membukukan penurunan persediaan lebih lanjut di setiap satu dari enam kuartal fiskal berikutnya. Apakah devaluasi persediaan Micron merupakan peristiwa yang tidak berulang, atau sudah menjadi kondisi kronis? Pikiran yang masuk akal dapat berbeda dalam kasus khusus ini, tetapi satu hal yang jelas: Investor yang cerdas harus selalu waspada terhadap biaya “tidak berulang” yang, seperti kelinci Energizer, terus berjalan.⁵

DIMENSI PENSI

Pada tahun 2001, SBC Communications, Inc., yang memiliki kepentingan di Cingular Wireless, PacTel, dan Southern New England Telephone, memperoleh laba bersih sebesar \$7,2 miliar—kinerja yang luar biasa di tahun yang buruk bagi industri telekomunikasi yang berlebihan. Tapi keuntungan itu tidak hanya datang dari bisnis SBC. Sepenuhnya \$1,4 miliar—13% dari laba bersih perusahaan—berasal dari program pensiun SBC.

Karena SBC memiliki lebih banyak uang dalam program pensiun daripada yang diperkirakan diperlukan untuk membayar manfaat masa depan karyawannya, perusahaan harus memperlakukan selisihnya sebagai pendapatan saat ini. Satu alasan sederhana untuk surplus itu: Pada tahun 2001, SBC menaikkan tingkat pengembalian yang diharapkan untuk diperoleh dari investasi program pensiun dari 8,5% menjadi 9,5%—menurunkan jumlah uang yang harus disisihkan hari ini.

SBC menjelaskan harapan barunya yang cerah dengan mencatat bahwa “untuk masing-masing dari tiga tahun yang berakhir tahun 2001, pengembalian investasi 10 tahun kami yang sebenarnya melebihi 10%.” Dengan kata lain, pengembalian masa lalu kita tinggi, jadi mari kita asumsikan bahwa pengembalian masa depan kita juga akan sama. Tapi itu tidak hanya gagal dalam tes logika yang paling dasar, tetapi juga menghadapi kenyataan bahwa suku bunga jatuh ke rekor terendah, menekan pengembalian di masa depan atas bagian obligasi dari portofolio pensiun.

Pada tahun yang sama, pada kenyataannya, Berkshire Hathaway dari Warren Buffett menurunkan tingkat pengembalian yang diharapkan atas aset pensiunnya dari 8,3% menjadi

6,5%. Apakah SBC bersikap realistis dalam mengasumsikan bahwa manajer dana pensiunnya dapat secara signifikan mengungguli investor terbesar dunia? Mungkin tidak: Pada tahun 2001, dana pensiun Berkshire Hathaway naik

9,8%, tetapi dana pensiun SBC kehilangan 6,9%.⁵

⁵Saya berterima kasih kepada Howard Schilit dan Mark Hamel dari Center for Financial Penelitian dan Analisis untuk memberikan contoh ini.

⁶Pengembalian diperkirakan dengan membagi total nilai bersih aset program pada awal tahun dengan “pengembalian aktual atas aset program”.

Berikut adalah beberapa pertimbangan cepat untuk investor cerdas: Apakah "manfaat pensiun bersih" lebih dari 5% dari pendapatan bersih perusahaan? (Jika demikian, apakah Anda masih merasa nyaman dengan pendapatan lain perusahaan jika keuntungan pensiun tersebut hilang di tahun-tahun mendatang?) Apakah asumsi "tingkat pengembalian jangka panjang atas aset program" masuk akal? (Sejak 2003, *apa pun di atas 6,5% tidak masuk akal, sementara tingkat kenaikan benar-benar delusi.*)

CAVEATINVESTOR

Beberapa petunjuk akan membantu Anda menghindari membeli saham yang ternyata menjadi bom waktu akuntansi:

Baca mundur. Saat Anda meneliti laporan keuangan perusahaan, mulailah membaca di halaman terakhir dan perlahan-lahan maju ke depan. Apa pun yang perusahaan tidak ingin Anda temukan terkubur di belakang—itulah tepatnya mengapa Anda harus melihat ke sana terlebih dahulu.

Baca catatannya. Jangan pernah membeli saham tanpa membaca catatan kaki laporan keuangan dalam laporan tahunan. Biasanya diberi label "ringkasan kebijakan akuntansi yang signifikan," satu catatan kunci menjelaskan bagaimana perusahaan mengakui pendapatan, mencatat persediaan, memperlakukan penjualan angsuran atau kontrak, membebankan biaya pemasarannya, dan memperhitungkan aspek utama lainnya dari bisnisnya.⁷Dalam catatan kaki lainnya,

⁷Jangan terkecoh oleh catatan kaki akuntansi yang sangat membosankan. Mereka dirancang secara tegas untuk mencegah orang normal benar-benar membacanya — itulah sebabnya Anda harus bertahan. Catatan kaki untuk laporan tahunan Informix Corp. tahun 1996, misalnya, mengungkapkan bahwa "Perusahaan umumnya mengakui pendapatan lisensi dari penjualan lisensi perangkat lunak pada saat pengiriman produk perangkat lunak ke pelanggan. Namun, untuk produsen perangkat keras komputer dan penerima lisensi pengguna akhir tertentu dengan jumlah yang harus dibayar dalam waktu dua belas bulan, Perusahaan akan mengakui pendapatan pada saat pelanggan membuat komitmen kontraktual untuk biaya lisensi minimum yang tidak dapat dikembalikan, jika produsen perangkat keras komputer dan pemegang lisensi pengguna akhir memenuhi kriteria tertentu yang ditetapkan oleh Perusahaan." Dalam bahasa Inggris sederhana, Informix

mengatakan bahwa itu akan mengkredit dirinya sendiri untuk pendapatan produk bahkan jika mereka belum dijual kembali ke "pengguna akhir" (pelanggan sebenarnya untuk perangkat lunak Informix). Di tengah tuduhan oleh US Securities dan

perhatikan pengungkapan tentang utang, opsi saham, pinjaman kepada pelanggan, cadangan terhadap kerugian, dan "faktor risiko" lainnya yang dapat mengurangi pendapatan. Di antara hal-hal yang seharusnya membuat antena Anda berkedut adalah istilah teknis seperti "huruf besar", "ditanggihkan", dan "restrukturisasi"—dan kata-kata bahasa Inggris sederhana yang menandakan bahwa perusahaan telah mengubah praktik akuntansinya, seperti "mulai", "perubahan", dan "bagaimanapun." Tak satu pun dari kata-kata itu berarti Anda tidak boleh membeli saham, tetapi semuanya berarti Anda perlu menyelidiki lebih lanjut. Pastikan untuk membandingkan catatan kaki dengan catatan kaki dalam laporan keuangan setidaknya satu perusahaan yang merupakan pesaing dekat, untuk melihat seberapa agresif akuntan perusahaan Anda.

Baca lebih banyak. Jika Anda seorang investor giat yang bersedia meluangkan banyak waktu dan energi ke dalam portofolio Anda, maka Anda berhutang pada diri sendiri untuk mempelajari lebih lanjut tentang pelaporan keuangan. Itulah satu-satunya cara untuk meminimalkan peluang Anda disesatkan oleh laporan pendapatan yang licik. Tiga buku padat yang penuh dengan contoh tepat waktu dan spesifik adalah Analisis Laporan Keuangan Martin Fridson dan Fernando Alvarez, *The Financial Numbers Game* karya Charles Mulford dan Eugene Comiskey, dan *Financial Shenanigans* karya Howard Schilit.⁸

Komisi Pertukaran bahwa Informix telah melakukan penipuan akuntansi, perusahaan kemudian menyatakan kembali pendapatannya, menghapus \$ 244 juta dalam "penjualan" semacam itu. Kasus ini adalah pengingat yang tajam tentang pentingnya membaca cetakan kecil dengan mata skeptis. Saya berhutang budi kepada Martin Fridson karena menyarankan contoh ini.

⁸Martin Fridson dan Fernando Alvarez, *Analisis Laporan Keuangan: Panduan Praktisi* (John Wiley & Sons, New York, 2002); Charles W. Mulford dan Eugene E. Comiskey, *Permainan Angka Keuangan: Mendeteksi Praktik Akuntansi Kreatif* (John Wiley & Sons, New York, 2002); Howard Schilit, *Keuangan Shenanigans* (McGraw-Hill, New York, 2002). Buku Benjamin Graham sendiri, *The Interpretation of Financial Statements* (HarperBusiness, New York, 1998

reprint of 1937 edition), tetap merupakan pengantar singkat yang sangat baik untuk prinsip-prinsip dasar pendapatan dan pengeluaran, aset dan kewajiban.

BAB 13

Perbandingan Empat Perusahaan Tercatat

Saya Dalam bab ini kami ingin menyajikan contoh analisis keamanan dalam operasi. Kami telah memilih, kurang lebih secara acak, empat perusahaan yang ditemukan berturut-turut di daftar Bursa Efek New York. Ini adalah eltra Corp. (penggabungan perusahaan Electric Autolite dan Mergenthaler Linotype), Emerson Electric Co. (produsen produk listrik dan elektronik), Emery Air Freight (pengiriman angkutan udara domestik), dan Emhart Corp. (awalnya sebuah pembuat mesin pembotolan saja, tetapi sekarang juga pada perangkat keras pembuatnya).^{*} Ada beberapa kemiripan yang luas antara ketiga perusahaan manufaktur, tetapi perbedaannya akan tampak lebih signifikan. Harus ada variasi yang cukup dalam data keuangan dan operasi untuk melakukan pemeriksaan yang menarik.

Pada Tabel 13-1 kami menyajikan ringkasan tentang apa yang empat perusahaan jual di pasar pada akhir tahun 1970, dan beberapa angka tentang operasi tahun 1970 mereka. Kami kemudian merinci rasio kunci tertentu, yang di satu sisi berhubungan dengan kinerja dan di sisi lain dengan harga. Komentar diminta tentang bagaimana berbagai aspek pola kinerja sesuai dengan pola harga relatif. Akhirnya, kami akan membahas empat perusahaan dalam tinjauan, menyarankan beberapa perbandingan dan hubungan dan mengevaluasi masing-masing dalam hal persyaratan investor saham biasa yang konservatif.

^{*} Dari empat contoh Graham, hanya Emerson Electric yang masih ada dalam bentuk yang sama. ELTRA Corp. bukan lagi perusahaan independen; ia bergabung dengan Bunker Ramo Corp. pada 1970-an, menempatkannya dalam bisnis memasok harga saham ke perusahaan pialang melalui jaringan komputer awal. Apa yang tersisa dari ELTRA Operasinya sekarang menjadi bagian dari Honeywell Corp. Perusahaan

yang sebelumnya dikenal sebagai Emery Air Freight sekarang menjadi divisi dari CNF Inc. Emhart Corp. diakuisisi oleh Black & Decker Corp. pada tahun 1989.

TSANGGUP 13-1 SEBUAH Perbandingan dari Empat Terdaftar Perusahaan

	<i>ELTRA</i>	<i>Emerson Electric</i>	<i>Angkutan Udara</i>	<i>Emhart Corp.</i>
A. Kapitalisasi				
Harga umum, 31 Desember 1970	27	66	57%	32%
Jumlah saham biasa	7.714.000	24,884,000 ^{sebuah}	3.807.000	4.932.000
Nilai pasar umum	\$208.300.000	\$1.640.000.000	\$220.000.000	\$160.000.000
Obligasi dan saham preferen	8.000.000	42.000.000		9.200.000
Total kapitalisasi	216.300.000	1.682.000.000	220.000.000	169.200.000
B. Item Pendapatan				
Penjualan, 1970	\$454.000.000	\$657.000.000	\$108.000.000	\$227,000,000
Laba bersih, 1970	20.773.000	54.600.000	5,679,000	13.551.000
Pendapatan per saham, 1970	\$2,70	\$2.30	\$1,49	\$2,75 ^b
Pendapatan per saham, rata-rata, 1968–	2.78	2.10	1.28	2.81
Pendapatan per saham, rata-rata, 1963–	1,54	1.06	.54	2.46
Pendapatan per saham, rata-rata, 1958–	.54	.57	.17	1.21
Dividen saat ini	1.20	1.16	1.00	1.20
C. Item Neraca, 1970				
Aset lancar	\$205.000.000	\$307.000.000	\$20.400.000	\$121.000.000
Kewajiban lancar	71.000.000	72.000.000	11.800.000	34.800.000
Aset bersih untuk saham biasa	207.000.000	257.000.000	15.200.000	133.000.000
Nilai buku per saham	\$27,05	\$10.34	\$3,96	\$27,02

^{sebuah} Dengan asumsi konversi saham

^b Setelah biaya khusus 13 sen per saham.

^c Tahun berakhir September 1970.

**TABEL 13-2 Perbandingan Empat Terdaftar
Perusahaan (lanjutan)**

	ELTRA	Emerson Listrik	Amril Angkutan	Emhart Corp.
B. Rasio				
Harga/penghasilan, 1970	10.0	30.0	38.5	11.9
Harga/penghasilan, 1968–	9.7	33.0	45.0	11.7
Harga/nilai buku	1.00	6.37	14.3	1.22
Bersih/penjualan, 1970	4.6%	8.5%	5,4%	5,7%
Bersih per saham/nilai buku	10,0%	22,2%	34,5%	10,2%
Hasil dividen	4,45%	1,78%	1,76%	3,65%
Aset lancar ke				
kewajiban lancar	2.9	4.3	1.7	3.4
Modal kerja/hutang	Sangat besar	5.6	tidak ada	3.4
Pertumbuhan laba per				
1968–1970 vs. 1963–1965	+ 81%	+ 87%	+ 135%	+14%
1968–1970 vs. 1958–1970	+400%	+250%	Sangat besar	+132%
1936–1968 Rendah	$\frac{3}{4}$	1	$\frac{1}{8}$	3%
C. Catatan Harga	50%	61½	66	58½
1970 Rendah	18%	42½	41	23½
1971 Tinggi	29%	78½	72	44½

Fakta paling mencolok tentang keempat perusahaan tersebut adalah bahwa rasio harga/penghasilan saat ini jauh lebih bervariasi daripada kinerja operasi atau kondisi keuangan mereka. Dua dari perusahaan-eltra dan Emhart-dihargai sederhana hanya 9,7 kali dan 12 kali pendapatan rata-rata untuk 1968-1970, dibandingkan dengan angka yang sama 15,5 kali untuk DJIA. Dua lainnya—Emerson dan Emery—menunjukkan kelipatan yang sangat tinggi dari 33 dan 45 kali pendapatan tersebut. Pasti ada beberapa penjelasan tentang perbedaan seperti ini, dan hal itu ditemukan dalam pertumbuhan superior dari keuntungan perusahaan-perusahaan yang disukai dalam beberapa tahun terakhir, terutama oleh pengirim barang. (Tetapi angka pertumbuhan dari dua perusahaan lainnya tidak memuaskan.)

Untuk perawatan yang lebih komprehensif, mari kita tinjau secara singkat elemen utama kinerja seperti yang terlihat dari gambar kita.

1. Profitabilitas. (a) Semua perusahaan menunjukkan pendapatan yang memuaskan pada nilai buku mereka, tetapi angka untuk Emerson dan Emery jauh lebih tinggi daripada dua lainnya. Tingkat pengembalian yang tinggi atas modal yang diinvestasikan sering kali sejalan dengan tingkat pertumbuhan tahunan yang tinggi dalam laba per saham.* Semua perusahaan kecuali Emery menunjukkan laba atas nilai buku yang lebih baik pada tahun 1969 daripada pada tahun 1961; tetapi angka Emery sangat besar di kedua tahun tersebut. (b) Untuk perusahaan manufaktur, angka laba per dolar penjualan biasanya merupakan indikasi kekuatan atau kelemahan komparatif. Kami menggunakan di sini "rasio pendapatan operasional terhadap penjualan," seperti yang diberikan dalam Laporan Saham Tercatat Standard & Poor. Di sini sekali lagi hasilnya memuaskan untuk keempat perusahaan, dengan penampilan yang sangat mengesankan oleh Emerson.

2. Stabilitas. Ini kami ukur dengan penurunan maksimum pendapatan per saham dalam salah satu dari sepuluh tahun terakhir, dibandingkan dengan rata-rata tiga tahun sebelumnya. Tidak ada penurunan yang berarti stabilitas 100%, dan ini dicatat oleh dua kekhawatiran populer. Tetapi penyusutan eltra dan Emhart cukup moderat di "tahun yang buruk" 1970, masing-masing hanya sebesar 8% menurut pengukuran kami, dibandingkan dengan 7% untuk DJIA.

3. Pertumbuhan. Kedua perusahaan pengganda rendah menunjukkan tingkat pertumbuhan yang cukup memuaskan, dalam kedua kasus tersebut lebih baik daripada kelompok Dow Jones. Angka eltra sangat mengesankan jika dibandingkan dengan rasio harga/penghasilannya yang rendah. Pertumbuhan tentu saja lebih mengesankan untuk pasangan pengganda tinggi.

4. Posisi Keuangan. Ketiga perusahaan manufaktur tersebut dalam kondisi keuangan yang sehat, memiliki rasio yang lebih baik dari standar

\$2 aset lancar untuk \$1 kewajiban lancar. Emery Air Freight memiliki rasio yang lebih rendah; tetapi ia termasuk dalam kategori yang berbeda, dan dengan catatannya yang bagus, ia tidak akan kesulitan mengumpulkan uang tunai yang dibutuhkan. Semua perusahaan memiliki utang jangka panjang yang relatif rendah. Catatan "Dilusi":

Emerson Electric memiliki nilai pasar dividen rendah sebesar \$163 juta

* Ukuran ini ditangkap di baris "Net per saham/nilai buku" di Tabel 13-2, yang mengukur laba bersih perusahaan sebagai persentase dari nilai buku berwujud mereka.

saham preferen konversi yang beredar pada akhir tahun 1970. Dalam analisis kami, kami telah membuat penyisihan untuk faktor pengenceran dengan cara biasa dengan memperlakukan saham preferen seolah-olah dikonversi menjadi saham biasa. Ini menurunkan pendapatan baru-baru ini sekitar 10 sen per saham, atau sekitar 4%.

5. Dividen. Yang benar-benar penting adalah sejarah kelanjutan tanpa interupsi. Rekor terbaik di sini adalah milik Emhart, yang tidak pernah menanggukuhkan pembayaran sejak 1902. Rekor eltra sangat bagus, Emerson cukup memuaskan, Emery Freight adalah pendatang baru. Variasi dalam persentase pembayaran tampaknya tidak terlalu signifikan. Hasil dividen saat ini dua kali lebih tinggi pada "pasangan murah" seperti pada "pasangan yang terhormat", sesuai dengan rasio harga/penghasilan.

6. Sejarah Harga. Pembaca harus terkesan dengan persentase kemajuan yang ditunjukkan dalam harga keempat edisi ini, yang diukur dari titik terendah hingga tertinggi selama 34 tahun terakhir. (Dalam semua kasus harga rendah telah disesuaikan untuk pemecahan saham berikutnya.) Perhatikan bahwa untuk DJIA kisaran dari rendah ke tinggi berada pada urutan 11 sampai 1; untuk perusahaan kami, selisihnya bervariasi dari "hanya" 17 hingga 1 untuk Emhart hingga tidak kurang dari 528 hingga 1 untuk Emery Air Freight.* Kenaikan harga yang berlipat ganda ini merupakan karakteristik dari sebagian besar masalah saham biasa kami yang lebih tua, dan mereka menyatakan keuntungan besar peluang keuntungan yang telah ada di pasar saham masa lalu. (Tapi mereka mungkin juga menunjukkan betapa berlebihannya penurunan di pasar beruang sebelum tahun 1950 ketika harga rendah tercatat.) Baik eltra dan Emhart mempertahankan penyusutan harga lebih dari 50% pada terobosan harga 1969–70. Emerson dan Emery mengalami penurunan yang serius, tetapi tidak terlalu menyedihkan; yang pertama rebound ke level tertinggi baru sepanjang masa sebelum akhir tahun 1970, yang terakhir pada awal tahun 1971.

* Dalam setiap kasus, Graham mengacu pada Bagian C dari Tabel 13-2 dan membagi harga tinggi selama periode 1936–1968 dengan harga rendah. Misalnya, harga tinggi Emery 66 dibagi dengan harga rendahnya $1/8$ sama dengan 528, atau rasio 528 banding 1 antara harga tinggi dan rendah.

Pengamatan Umum pada Empat Perusahaan

Emerson Listrik memiliki nilai pasar total yang sangat besar, mengerdikan gabungan tiga perusahaan lainnya.* Ini adalah salah satu "raksasa niat baik" kami, yang akan dikomentari nanti. Seorang analis keuangan yang diberkati (atau cacat) dengan ingatan yang baik akan memikirkan analogi antara Emerson Electric dan Zenith Radio, dan itu tidak akan meyakinkan. Karena Zenith memiliki rekor pertumbuhan yang cemerlang selama bertahun-tahun; itu juga dijual di pasar seharga \$1,7 miliar (tahun 1966); tetapi keuntungannya turun dari \$43 juta pada tahun 1968 menjadi hanya setengahnya pada tahun 1970, dan pada penjualan besar-besaran tahun itu, harganya turun menjadi 22% terhadap puncak sebelumnya 89. Penilaian tinggi memerlukan risiko tinggi.

Angkutan Udara Emery harus menjadi yang paling menjanjikan dari empat perusahaan dalam hal pertumbuhan di masa depan, jika rasio harga/pendapatan hampir 40 kali pendapatan tertinggi yang dilaporkan bahkan sebagian dibenarkan. Pertumbuhan masa lalu, tentu saja, paling mengesankan. Tetapi angka-angka ini mungkin tidak begitu signifikan untuk masa depan jika kita menganggap bahwa angka-angka tersebut dimulai cukup kecil, hanya \$570.000 dari laba bersih pada tahun 1958. Seringkali terbukti jauh lebih sulit untuk terus tumbuh pada tingkat yang tinggi setelah volume dan laba meningkat. sudah diperluas ke total besar. Aspek yang paling mengejutkan dari kisah Emery adalah bahwa pendapatan dan harga pasarnya terus tumbuh pesat pada tahun 1970, yang merupakan tahun terburuk dalam industri penumpang udara domestik. Ini memang pencapaian yang luar biasa, tetapi menimbulkan pertanyaan apakah keuntungan di masa depan mungkin tidak rentan terhadap perkembangan yang merugikan,

Emhart dan *eltra*. Emhart telah melakukan bisnisnya lebih baik daripada di pasar saham selama 14 tahun terakhir. Pada tahun 1958, ia terjual hingga 22 kali lipat dari pendapatan saat ini — kira-kira rasio yang sama dengan DJIA. Sejak itu keuntungannya meningkat tiga kali lipat, dibandingkan dengan kenaikan kurang dari 100% untuk Dow, tetapi harga penutupannya pada tahun 1970 hanya sepertiga di atas harga penutupan.

* Pada akhir tahun 1970, nilai pasar Emerson senilai \$1,6 miliar benar-benar “sangat besar”, mengingat ukuran saham rata-rata pada saat itu. Pada akhir tahun 2002, saham biasa Emerson memiliki nilai pasar total sekitar \$21 miliar.

1958 tinggi, dibandingkan 43% untuk Dow. Catatan eltra agak mirip. Tampaknya tak satu pun dari perusahaan-perusahaan ini memiliki kemewahan, atau "daya tarik seks", di pasar saat ini; tetapi dalam semua data statistik mereka muncul dengan sangat baik. Prospek masa depan mereka? Kami tidak memiliki komentar bijak untuk dibuat di sini, tetapi inilah yang dikatakan Standard & Poor's tentang empat perusahaan pada tahun 1971:

eltra—"Prospek Jangka Panjang: Operasi tertentu bersifat siklus, tetapi posisi kompetitif yang mapan dan diversifikasi merupakan faktor penyeimbang."

Emerson Electric—"Sementara harga yang memadai (pada 71) pada prospek saat ini, saham tersebut memiliki daya tarik untuk jangka panjang. . . . Kebijakan akuisisi yang berkelanjutan bersama dengan posisi yang kuat di bidang industri dan program internasional yang dipercepat menunjukkan kemajuan penjualan dan pendapatan lebih lanjut."

Emery Air Freight—"Sahamnya tampak cukup berharga (pada 57) pada prospek saat ini, tetapi layak untuk dipertahankan untuk jangka panjang."

Emhart—"Meskipun tahun ini dibatasi oleh pengeluaran modal yang lebih rendah di industri wadah kaca, pendapatan harus dibantu oleh lingkungan bisnis yang lebih baik pada tahun 1972. Sahamnya layak dipegang (pada 34)."

Kesimpulan: Banyak analis keuangan akan menemukan saham Emerson dan Emery lebih menarik dan menarik daripada dua lainnya—terutama, mungkin, karena "aksi pasar" mereka yang lebih baik, dan kedua karena pertumbuhan pendapatan mereka yang lebih cepat baru-baru ini. Di bawah prinsip investasi konservatif kami, yang pertama bukanlah alasan yang sah untuk pemilihan—itu adalah sesuatu yang bisa dimainkan oleh para spekulan. Yang kedua memiliki validitas, tetapi dalam batas-batas. Bisakah pertumbuhan masa lalu dan kemungkinan prospek bagus Emery Air Freight membenarkan harga lebih dari 60 kali lipat pendapatannya baru-baru ini? Jawaban kami adalah: Mungkin bagi seseorang yang telah melakukan studi mendalam tentang kemungkinan perusahaan ini dan menghasilkan kesimpulan yang sangat tegas dan optimis. Tetapi tidak bagi investor yang berhati-hati yang ingin cukup yakin sebelumnya bahwa dia tidak melakukan kesalahan khas Wall Street

yaitu antusiasme berlebihan untuk kinerja yang baik dalam pendapatan dan pasar saham.* Hal yang sama

*Graham benar. Dari saham "Nifty Fifty" yang paling modis dan bernilai tinggi pada tahun 1972, Emery berada di antara yang terburuk. 1 Maret,

pernyataan peringatan tampaknya diperlukan dalam kasus Emerson Electric, dengan referensi khusus untuk penilaian pasar saat ini lebih dari satu miliar dolar untuk faktor tidak berwujud, atau kekuatan pendapatan, di sini. Kita harus menambahkan bahwa “industri elektronik”, yang dulunya merupakan anak berambut pirang dari pasar saham, pada umumnya telah jatuh pada hari-hari yang membawa malapetaka. Emerson adalah pengecualian yang luar biasa, tetapi itu harus terus menjadi pengecualian selama bertahun-tahun di masa depan sebelum harga penutupan tahun 1970 sepenuhnya dibenarkan oleh kinerja selanjutnya.

Sebaliknya, Eltra pada usia 27 dan Emhart pada usia 33 memiliki ciri perusahaan dengan nilai yang cukup di belakang harga mereka untuk merupakan investasi yang cukup terlindungi. Di sini investor dapat, jika dia mau, menganggap dirinya pada dasarnya sebagai pemilik bagian dari bisnis ini, dengan biaya yang sesuai dengan apa yang ditunjukkan oleh neraca sebagai uang yang diinvestasikan di dalamnya.* Tingkat pendapatan atas modal yang diinvestasikan telah lama memuaskan ; stabilitas keuntungan juga; tingkat pertumbuhan masa lalu mengejutkan begitu. Kedua perusahaan akan memenuhi tujuh persyaratan statistik kami untuk dimasukkan dalam portofolio investor defensif. Ini akan dikembangkan di bab berikutnya, tetapi kami meringkasnya sebagai berikut:

1. Ukuran yang memadai.
2. Kondisi keuangan yang cukup kuat.
3. Dividen berkelanjutan setidaknya selama 20 tahun terakhir.
4. Tidak ada defisit pendapatan dalam sepuluh tahun terakhir.

1982, edisi Forbes melaporkan bahwa sejak 1972 Emery telah kehilangan 72,8% nilainya setelah inflasi. Pada akhir 1974, menurut para peneliti investasi di Leuthold Group di Minneapolis, saham Emery telah jatuh 58% dan rasio harga/penghasilannya anjlok dari 64 kali menjadi hanya 15. memesan. Bisakah perjalanan waktu menebus kelebihan semacam ini? Tidak selalu: Leuthold menghitung bahwa \$1000 yang diinvestasikan di Emery pada tahun 1972 akan bernilai hanya \$839 pada tahun 1999. Kemungkinan orang-orang yang

membayar lebih untuk saham Internet pada akhir 1990-an tidak akan mencapai titik impas selama beberapa dekade—jika pernah (lihat komentar di Bab 20).

* Maksud Graham adalah bahwa, berdasarkan harga mereka pada saat itu, seorang investor dapat membeli saham di kedua perusahaan ini dengan harga sedikit lebih tinggi dari nilai bukunya, seperti yang ditunjukkan pada baris ketiga Bagian B pada Tabel 13-2.

5. Pertumbuhan sepuluh tahun setidaknya sepertiga dalam pendapatan per saham.
6. Harga stok tidak lebih dari $1\frac{1}{2}$ kali nilai aset bersih.
7. Harga tidak lebih dari 15 kali pendapatan rata-rata dari tiga terakhir bertahun-tahun.

Kami tidak membuat prediksi tentang kinerja pendapatan masa depan eltra atau Emhart. Dalam daftar diversifikasi saham biasa investor pasti ada beberapa yang terbukti mengecewakan, dan ini mungkin terjadi pada salah satu atau kedua pasangan ini. Tetapi daftar diversifikasi itu sendiri, berdasarkan prinsip-prinsip seleksi di atas, ditambah kriteria masuk akal lainnya yang mungkin ingin diterapkan oleh investor, harus berkinerja cukup baik selama bertahun-tahun. Setidaknya, pengalaman panjang memberitahu kita begitu.

Pengamatan terakhir: Seorang analis keamanan yang berpengalaman, bahkan jika dia menerima alasan umum kami tentang keempat perusahaan ini, akan ragu-ragu untuk merekomendasikan agar pemegang Emerson atau Emery menukar sahamnya dengan eltra atau Emhart pada akhir tahun 1970—kecuali pemegangnya mengerti dengan jelas filosofi di balik rekomendasi tersebut. Tidak ada alasan untuk mengharapkan bahwa dalam waktu singkat, duo pengganda rendah akan mengungguli pengganda tinggi. Yang terakhir dipikirkan dengan baik di pasar dan dengan demikian memiliki tingkat momentum yang cukup besar di belakang mereka, yang mungkin berlanjut untuk jangka waktu yang tidak terbatas. Dasar yang kuat untuk memilih eltra dan Emhart daripada Emerson dan Emery akan menjadi kesimpulan yang dipertimbangkan klien bahwa ia lebih memilih investasi tipe nilai daripada investasi tipe glamor. Dengan demikian, secara substansial, kebijakan investasi saham biasa harus bergantung pada sikap investor individu. Pendekatan ini dibahas lebih panjang dalam bab berikutnya.

KOMENTAR CHAPTER 13

Di Angkatan Udara kami memiliki aturan: centang enam. Seorang pria terbang bersama, melihat ke segala arah, dan merasa sangat aman. Seorang pria lain terbang di belakangnya (pada "jam 6"—"jam 12" tepat di depan) dan menembak. Sebagian besar pesawat ditembak jatuh dengan cara itu. Berpikir bahwa Anda aman sangat berbahaya! Di suatu tempat, ada kelemahan yang harus Anda temukan. Anda harus selalu memeriksa jam enam.

—*Jenderal Angkatan Udara AS Donald Kutyna*

BISNIS ELEKTRONIK

Seperti yang dilakukan Graham, mari kita bandingkan dan kontraskan empat saham, dengan menggunakan angka yang dilaporkan per 31 Desember 1999—waktu yang memungkinkan kita melihat beberapa valuasi ekstrem paling drastis yang pernah tercatat di pasar saham.

Emerson Electric Co. (simbol ticker: EMR) didirikan pada tahun 1890 dan merupakan satu-satunya anggota kuartet asli Graham yang masih hidup; itu membuat beragam produk, termasuk perkakas listrik, peralatan AC, dan motor listrik.

EMC Corp. (simbol ticker: EMC) dimulai pada tahun 1979 dan memungkinkan perusahaan untuk mengotomatiskan penyimpanan informasi elektronik melalui jaringan komputer.

Expeditors International of Washington, Inc. (simbol ticker: EXPD), didirikan di Seattle pada 1979, membantu pengirim mengatur dan melacak pergerakan barang di seluruh dunia.

Exodus Communications, Inc. (simbol ticker: EXDS) menghosting dan mengelola situs web untuk pelanggan korporat, bersama dengan layanan Internet lainnya; pertama kali menjual saham ke publik pada Maret 1998.

Tabel ini merangkum harga, kinerja, dan penilaian perusahaan-perusahaan ini pada akhir tahun 1999:

GAMBAR 13-1 E-valuasi

	Emerson Listrik	EMC Corp.	Exodus Communications, Inc.	Expeditors Internasional Washington
Kapitalisasi				
Harga penutupan, 31/12/99, \$ per saham	57.37	54.62	44.41	21.68
Total pengembalian, 1999 (%)	-3.1	157.1	1005.8	109.1
Total kapitalisasi pasar, 31/12/99, \$ juta	24845.9	111054.3	14358.4	2218.8
Total hutang (termasuk saham preferen), \$ juta	4600.1	27.1	2555.7	0
Pendapatan				
Total pendapatan, 1999, \$ juta	14385.8	6715.6	242.1	1444.6
Laba bersih, 1999, \$ juta	1313.6	1010.6	-130.3	59.2
Pertumbuhan pendapatan, 1995 hingga 1999 (rata rata tahunan %)	7.7	28.8	NM	19.8
Laba per saham (EPS), 1999 (\$ terdilusi penuh)	3,00	0,53	-0,38	0,55
Tingkat pertumbuhan EPS, 1995-1999 (rata-rata %)	8.3	28.8	NM	25.8
Dividen tahunan (\$ per saham), 1999	1.30	0	0	0,08
Neraca keuangan				
Aset lancar, \$ juta	5124.4	4320.4	1093.2	402.7
Kewajiban lancar, \$ juta	4590.4	1397.9	150.6	253.1
Nilai buku per saham (\$ 12/31/99)	14.27	2.38	0,05	2.79
Penilaian				
Rasio harga/penghasilan ()	17.7	103.1	NM	39.4
Harga/nilai buku ()	3.7	22.9	888.1	7.8
Pendapatan/pendapatan bersih (% margin laba bersih)	9.2	17.4	NM	4.1
Laba bersih/nilai buku (%)	21.0	22.2	NM	19.7
Modal kerja/utang ()	0.1	107.8	0.4	tidak ada hutang
Kapitalisasi pasar/pendapatan ()	1.7	16,5	59.3	1.5

Sumber: Value Line, Thomson/Baseline, Bloomberg, finance.yahoo.com, pengajuan SEC perusahaan

Catatan: Semua angka disesuaikan untuk stock split nanti. Hutang, pendapatan, dan pendapatan adalah untuk tahun fiskal. Kapitalisasi pasar: nilai total saham biasa.

NM: tidak berarti.

E LE C T R I C, CATATAN LE C T R I F Y I N G

Yang paling mahal dari empat saham Graham, Emerson Electric, berakhir sebagai yang termurah di grup kami yang diperbarui. Dengan basisnya di industri Ekonomi Lama, Emerson tampak membosankan di akhir 1990-an. (Di Era Internet, siapa yang peduli dengan vakuum basah-kering tugas berat Emerson?) Saham perusahaan mengalami mati suri. Pada tahun 1998 dan 1999, saham Emerson tertinggal dari indeks S&P 500 secara kumulatif

49,7 poin persentase, kinerja yang buruk.

Tapi itulah saham Emerson. Bagaimana dengan perusahaan Emerson? Pada tahun 1999, Emerson menjual barang dan jasa senilai \$14.4 milyar, naik hampir \$1 milyar dari tahun sebelumnya. Dari pendapatan tersebut, Emerson memperoleh laba bersih \$1,3 miliar, atau 6,9% lebih banyak daripada di 1998. Selama lima tahun sebelumnya, laba per saham telah meningkat pada tingkat rata-rata yang kuat sebesar 8,3%. Dividen Emerson meningkat lebih dari dua kali lipat menjadi \$1,30 per saham; nilai buku telah naik dari \$6,69 menjadi \$14,27 per saham. Menurut Value Line, sepanjang tahun 1990-an, margin laba bersih dan pengembalian modal Emerson—ukuran utama efisiensinya sebagai bisnis—tetap sangat tinggi, masing-masing sekitar 9% dan 18%. Terlebih lagi, Emerson telah meningkatkan pendapatannya selama 42 tahun berturut-turut dan telah menaikkan dividennya selama 43 tahun berturut-turut—salah satu pertumbuhan terlama dalam bisnis Amerika. Pada akhir tahun, saham Emerson dihargai 17,7 kali laba bersih per saham perusahaan. Seperti perkakas listriknya, Emerson tidak pernah mencolok, tetapi dapat diandalkan—dan tidak menunjukkan tanda-tanda kepanasan.

BOLEH L D E M C G R O W P D Q ?

EMC Corp. adalah salah satu saham dengan kinerja terbaik pada 1990-an, naik—atau haruskah kita katakan melayang?—lebih dari 81.000%. Jika Anda telah menginvestasikan \$10.000 dalam saham EMC pada awal tahun 1990, Anda akan mengakhiri tahun 1999 dengan lebih dari \$8,1 juta. Saham EMC kembali 157,1% pada tahun 1999 saja—lebih dari yang diperoleh saham Emerson dalam delapan tahun dari tahun 1992 hingga 1999 jika digabungkan. EMC tidak pernah membayar dividen, malah menahan semua pendapatannya

“untuk menyediakan dana bagi pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan.”¹ Di bulan Desember mereka

¹Seperti yang akan kita lihat di Bab 19, alasan ini sering kali berarti, dalam praktiknya, "menyediakan dana untuk pertumbuhan berkelanjutan dari kekayaan manajer puncak perusahaan."

Pada harga \$54,625, saham EMC diperdagangkan 103 kali lipat dari pendapatan yang akan dilaporkan perusahaan selama setahun penuh—hampir enam kali tingkat penilaian saham Emerson.

Bagaimana dengan bisnis EMC? Pendapatan tumbuh 24% pada tahun 1999, meningkat menjadi \$6,7 miliar. Laba per sahamnya melonjak menjadi 92 sen dari 61 sen tahun sebelumnya, meningkat 51%. Selama lima tahun yang berakhir pada 1999, pendapatan EMC telah meningkat pada tingkat tahunan yang mendesis sebesar 28,8%. Dan, dengan semua orang mengharapkan gelombang pasang perdagangan Internet terus bergulir, masa depan tampak lebih cerah. Sepanjang tahun 1999, kepala eksekutif EMC berulang kali meramalkan bahwa pendapatan akan mencapai \$10 miliar pada tahun 2001—naik dari \$5,4 miliar pada tahun 1998.² Itu akan membutuhkan pertumbuhan tahunan rata-rata 23%, tingkat ekspansi yang mengerikan untuk perusahaan sebesar itu. Tapi analis Wall Street, dan sebagian besar investor, yakin EMC bisa melakukannya. Lagi pula, selama lima tahun sebelumnya, EMC memiliki pendapatan lebih dari dua kali lipat dan lebih baik dari tiga kali lipat laba bersihnya.

Namun dari tahun 1995 hingga 1999, menurut Value Line, margin laba bersih EMC turun dari 19,0% menjadi 17,4%, sementara pengembalian modal turun dari 26,8% menjadi 21%. Meski masih sangat menguntungkan, EMC sudah tergelincir. Dan pada Oktober 1999, EMC mengakuisisi Data General Corp., yang menambahkan sekitar \$1,1 miliar pada pendapatan EMC tahun itu. Cukup dengan mengurangi pendapatan tambahan yang diperoleh dari Data General, kita dapat melihat bahwa volume bisnis EMC yang ada tumbuh dari \$5,4 miliar pada tahun 1998 menjadi hanya \$5,6 miliar pada tahun 1999, naik hanya 3,6%. Dengan kata lain, tingkat pertumbuhan EMC yang sebenarnya hampir nol—bahkan dalam satu tahun ketika ketakutan atas bug komputer "Y2K" telah menyebabkan banyak perusahaan menghabiskan jumlah rekor untuk teknologi baru.³

²Tampil di CNBC pada 30 Desember 1999, kepala eksekutif EMC, Michael Ruettgers, ditanya oleh pembawa acara Ron Insana apakah "2000 dan seterusnya" akan sebagus tahun 1990-an. "Ini benar-benar terlihat seperti percepatan," membual Ruettgers. Ketika Insana bertanya apakah saham EMC dinilai terlalu tinggi, Ruettgers menjawab: "Saya pikir ketika Anda melihat peluang yang ada di depan kita, itu hampir tidak terbatas. . . . Jadi meskipun sulit untuk memprediksi apakah hal-hal ini terlalu mahal, ada perubahan besar yang terjadi sehingga jika Anda dapat menemukan pemenang hari ini—dan saya yakin EMC

adalah salah satu dari orang-orang itu—Anda akan mendapat imbalan yang baik di masa depan.”

³"Bug Y2K" atau "Masalah Tahun 2000" adalah keyakinan bahwa jutaan komputer di seluruh dunia akan berhenti berfungsi pada satu detik lewat tengah malam

ASIMPLE TWIST OF FREIGHT

Tidak seperti EMC, Expeditors International belum belajar melayang. Meskipun saham perusahaan telah meningkat 30% setiap tahun pada 1990-an, sebagian besar keuntungan besar itu datang di akhir, karena saham melesat ke

109,1% kembali pada tahun 1999. Tahun sebelumnya, saham Expeditors naik hanya 9,5%, membuntuti indeks S & P 500 lebih dari 19 poin persentase.

Bagaimana dengan bisnisnya? Expeditors memang tumbuh dengan cepat: Sejak 1995, pendapatannya telah meningkat pada tingkat tahunan rata-rata 19,8%, hampir tiga kali lipat selama periode untuk menyelesaikan 1999 pada \$1,4 miliar. Dan pendapatan per saham telah tumbuh sebesar 25,8% per tahun, sementara dividen telah meningkat pada klap tahunan 27%. Expeditors tidak memiliki hutang jangka panjang, dan modal kerjanya hampir dua kali lipat sejak 1995. Menurut Value Line, nilai buku Expeditors per saham telah meningkat 129% dan pengembalian modalnya telah meningkat lebih dari sepertiga menjadi 21%.

Dengan standar apa pun, Expeditor adalah bisnis yang luar biasa. Tetapi perusahaan kecil pengiriman barang, dengan basisnya di Seattle dan sebagian besar operasinya di Asia, sama sekali tidak dikenal di Wall Street. Hanya 32% saham yang dimiliki oleh investor institusi; kenyataannya, Expeditors hanya memiliki 8.500 pemegang saham. Setelah dua kali lipat pada tahun 1999, saham itu dihargai 39 kali lipat dari laba bersih yang akan diperoleh Expeditor untuk tahun itu—tidak lagi mendekati murah, tetapi jauh di bawah penilaian EMC yang membingungkan.

TANAH PERJANJIAN ?

Pada akhir 1999, Exodus Communications tampaknya telah membawa para pemegang sahamnya langsung ke negeri susu dan madu. Saham melonjak 1.005,8% pada tahun 1999—cukup untuk mengubah investasi \$10.000 pada 1 Januari menjadi lebih dari \$110.000 pada 31 Desember. Analisis saham Internet terkemuka di Wall Street, termasuk Henry yang sangat berpengaruh

pada pagi hari tanggal 1 Januari 2000, karena programmer di tahun 1960-an dan 1970-an tidak berpikir untuk memungkinkannya adanya tanggal lewat

12/31/1999 dalam kode operasi mereka. Perusahaan AS menghabiskan miliaran dolar pada tahun 1999 untuk memastikan

bahwa komputer mereka akan "sesuai dengan Y2K." Pada akhirnya, pada 12:00:01 SEBUAH.M, pada 1 Januari 2000, semuanya bekerja dengan baik.

Blodget dari Merrill Lynch, memperkirakan bahwa saham akan naik lagi 25% menjadi 125% selama tahun mendatang.

Dan yang terbaik, di mata para pedagang online yang menikmati keuntungan Exodus, adalah fakta bahwa saham tersebut telah membelah 2-untuk-1 tiga kali selama tahun 1999. Dalam pemecahan saham 2-untuk-1, sebuah perusahaan menggandakan jumlah sahamnya dan membagi dua harganya—sehingga seorang pemegang saham akhirnya memiliki dua kali lebih banyak saham, masing-masing dengan harga setengah dari tingkat sebelumnya. Apa yang hebat tentang itu? Bayangkan Anda memberi saya sepeser pun, dan saya kemudian mengembalikan dua sen dan bertanya, "Apakah Anda tidak merasa lebih kaya sekarang?" Anda mungkin akan menyimpulkan bahwa saya idiot, atau bahwa saya salah mengira Anda. Namun, dalam hiruk-pikuk saham dot-com tahun 1999, pedagang online bertindak persis seolah-olah dua sen lebih berharga daripada satu sen. Faktanya, hanya berita bahwa saham akan dipecah 2-untuk-1 bisa langsung mendorong sahamnya naik 20% atau lebih.

Mengapa? Karena mendapatkan lebih banyak saham membuat orang merasa lebih kaya. Seseorang yang membeli 100 saham Exodus pada bulan Januari melihat mereka berubah menjadi 200 ketika stock split pada bulan April; kemudian 200 itu berubah menjadi

400 pada bulan Agustus; kemudian 400 menjadi 800 pada bulan Desember. Sangat menyenangkan bagi orang-orang ini untuk menyadari bahwa mereka telah mendapatkan 700 lebih banyak saham hanya karena memiliki 100 saham di tempat pertama. Bagi mereka, itu terasa seperti "menemukan uang"—tidak peduli bahwa harga per saham telah dipotong setengahnya dengan setiap pembagian. "Pada bulan Desember 1999, salah satu pemegang saham Exodus yang gembira, yang menggunakan nama "givemeadollar," bersorak di papan pesan online: "Saya akan memegang saham ini sampai saya berusia 80 tahun, [karena] setelah dibagi ratusan kali selama beberapa tahun ke depan, saya akan hampir menjadi CEO."⁵

Bagaimana dengan bisnis Exodus? Graham tidak akan menyentuhnya dengan tiang setinggi 10 kaki dan setelan haz-mat. Pendapatan Exodus meledak—tumbuh dari \$52,7 juta pada tahun 1998 menjadi \$242,1 juta pada tahun 1999—tetapi kehilangan \$130,3 juta dari pendapatan tersebut pada tahun 1999, hampir dua kali lipat kerugiannya tahun sebelumnya. Exodus memiliki total utang \$2,6 miliar—dan sangat kekurangan uang sehingga meminjam \$971 juta dalam bentuk utang.

⁴Untuk mengetahui lebih lanjut tentang kebodohan pemecahan saham, lihat Jason Zweig, “Splitsville,” Money, Maret, 2001, hlm. 55–56.

⁵Nomor postingan 3622, 7 Desember 1999, di papan pesan Exodus Communications di situs web Raging Bull(<http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3622>).

bulan Desember saja. Menurut laporan tahunan Exodus, pinjaman baru itu akan menambah lebih dari \$50 juta untuk pembayaran bunganya di tahun mendatang. Perusahaan memulai tahun 1999 dengan \$156 juta tunai dan, bahkan setelah mengumpulkan \$1,3 miliar dalam pembiayaan baru, mengakhiri tahun dengan saldo kas \$1 miliar—yang berarti bahwa bisnisnya telah menghabiskan lebih dari \$400 juta tunai selama 1999. Bagaimana perusahaan seperti itu bisa membayar hutangnya?

Namun, tentu saja, para pedagang online terpaku pada seberapa jauh dan cepat saham tersebut naik, bukan pada sehat atau tidaknya perusahaan tersebut. “Saham ini,” sesumbar seorang pedagang menggunakan nama layar “Launch_Pad1999,” “akan terus naik hingga tak terbatas dan seterusnya.”⁹⁶

Absurditas prediksi Launch_Pad—apa yang “di luar” tak terhitung—adalah pengingat sempurna dari salah satu peringatan klasik Graham. “Investor hari ini,” kata Graham kepada kami,

begitu peduli dengan mengantisipasi masa depan sehingga dia sudah membayar mahal untuk itu di muka. Dengan demikian, apa yang telah ia proyeksikan dengan begitu banyak studi dan perhatian dapat benar-benar terjadi dan tetap tidak mendatangkan keuntungan apa pun baginya. Jika itu gagal terwujud pada tingkat yang diharapkan, dia mungkin sebenarnya menghadapi kerugian sementara yang serius dan bahkan mungkin permanen.”⁹⁷

DIMANA KAMU? sBERAKHIR

Bagaimana kinerja keempat saham ini setelah 1999?

Emerson Electric melanjutkan untuk mendapatkan 40,7% pada tahun 2000. Meskipun saham kehilangan uang pada tahun 2001 dan 2002, mereka tetap berakhir 2002 kurang dari 4% di bawah harga akhir 1999.

EMC juga naik di tahun 2000, naik 21,7%. Tapi kemudian sahamnya hilang 79,4% pada tahun 2001 dan 54,3% lainnya pada tahun 2002. Itu membuat mereka 88% di bawah level mereka pada akhir tahun 1999. Bagaimana dengan perkiraan pendapatan \$10 miliar pada tahun 2001? EMC menyelesaikan tahun itu dengan pendapatan hanya \$7,1 miliar (dan kerugian bersih \$508 juta).

⁶Nomor postingan 3910, 15 Desember 1999, di papan pesan Exodus Communications di situs web Raging Bull(<http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3910>).

⁷Lihat pidato Graham, “Spekulasi Baru di Saham Biasa,” di Lampiran, hal. 563.

Sementara itu, seolah-olah pasar beruang bahkan tidak ada, saham Expeditors International terus naik 22,9% pada tahun 2000, 6,5% pada tahun 2001, dan 15,1% pada tahun 2002—menyelesaikan tahun itu hampir 51% lebih tinggi dari harga mereka pada akhir tahun. 1999.

Saham Exodus kehilangan 55% pada tahun 2000 dan 99,8% pada tahun 2001. Pada tanggal 26 September 2001, Exodus mengajukan perlindungan kebangkrutan Bab 11. Sebagian besar aset perusahaan dibeli oleh Cable & Wireless, raksasa telekomunikasi Inggris. Alih-alih menyerahkan pemegang sahamnya ke tanah perjanjian, Keluaran meninggalkan mereka ditinggalkan di padang belantara. Pada awal 2003, perdagangan terakhir saham Exodus adalah satu sen per saham.

Pemilihan Saham untuk Investor Defensif

*Saya*t saatnya untuk beralih ke beberapa aplikasi yang lebih luas dari teknik analisis keamanan. Karena kami telah menjelaskan secara umum kebijakan investasi yang direkomendasikan untuk dua kategori investor kami,* sekarang logis bagi kami untuk menunjukkan bagaimana analisis keamanan berperan untuk menerapkan kebijakan ini. Investor defensif yang mengikuti saran kami hanya akan membeli obligasi bermutu tinggi ditambah daftar diversifikasi saham biasa terkemuka. Dia harus memastikan bahwa harga di mana dia membeli yang terakhir tidak terlalu tinggi seperti yang dinilai oleh standar yang berlaku.

Dalam menyusun daftar diversifikasi ini, ia memiliki dua pilihan pendekatan, jenis portofolio DJIA dan portofolio yang teruji secara kuantitatif. Pada bagian pertama ia memperoleh sampel penampang yang sebenarnya dari isu-isu utama, yang akan mencakup beberapa perusahaan pertumbuhan yang disukai, yang sahamnya dijual dengan pengganda yang sangat tinggi, dan juga perusahaan yang kurang populer dan lebih murah. Ini bisa dilakukan, mungkin paling sederhana, dengan membeli ketiga puluh saham Dow-Jones Industrial Average (DJIA) dalam jumlah yang sama. Sepuluh saham dari masing-masing, pada tingkat 900 untuk rata-rata, akan menelan biaya keseluruhan sekitar \$ 16.000.¹ Berdasarkan catatan masa lalu, dia mungkin mengharapkan hasil masa depan yang kira-kira sama dengan membeli saham dari beberapa dana investasi yang representatif.

Pilihan keduanya adalah menerapkan seperangkat standar untuk masing-masing

* Graham menjelaskan kebijakan investasi yang direkomendasikan di Bab 4 sampai 7.

Seperti yang telah kita bahas dalam komentar pada Bab 5 dan 9, investor defensif hari ini dapat mencapai tujuan ini hanya dengan membeli indeks berbiaya rendah

dana, idealnya yang melacak pengembalian total pasar saham AS.

pembelian, untuk memastikan bahwa ia memperoleh (1) kualitas minimum dalam kinerja masa lalu dan posisi keuangan perusahaan saat ini, dan juga (2) kuantitas minimum dalam hal pendapatan dan aset per dolar harga. Pada akhir bab sebelumnya, kami mencantumkan tujuh kriteria kualitas dan kuantitas yang disarankan untuk pemilihan saham biasa tertentu. Mari kita gambarkan mereka secara berurutan.

1. Ukuran Perusahaan yang Memadai

Semua angka minimum kami harus sewenang-wenang dan terutama dalam hal ukuran yang diperlukan. Ide kami adalah untuk mengecualikan perusahaan kecil yang mungkin mengalami perubahan lebih dari rata-rata terutama di bidang industri. (Seringkali ada kemungkinan bagus dalam perusahaan seperti itu tetapi kami tidak menganggapnya sesuai dengan kebutuhan investor defensif.) Mari kita gunakan jumlah bulat: tidak kurang dari \$100 juta dari penjualan tahunan untuk perusahaan industri dan, tidak kurang dari \$50 juta dari total aset untuk utilitas publik.

2. Kondisi Keuangan Yang Cukup Kuat

Untuk perusahaan industri, aset lancar harus setidaknya dua kali kewajiban lancar—yang disebut rasio lancar dua banding satu. Juga, utang jangka panjang tidak boleh melebihi aset lancar bersih (atau "modal kerja"). Untuk utilitas publik, utang tidak boleh melebihi dua kali ekuitas saham (pada nilai buku).

3. Stabilitas Penghasilan

Beberapa pendapatan untuk saham biasa di masing-masing dari sepuluh tahun terakhir.

4. Catatan Dividen

Pembayaran tanpa gangguan setidaknya selama 20 tahun terakhir.

5. *Pertumbuhan*

Pendapatan

Peningkatan minimum setidaknya sepertiga dalam pendapatan per saham dalam sepuluh tahun terakhir menggunakan rata-rata tiga tahun di awal dan akhir.

6. Rasio Harga/Penghasilan Sedang

Harga saat ini tidak boleh lebih dari 15 kali pendapatan rata-rata dalam tiga tahun terakhir.

7. Rasio Harga terhadap Aset Sedang

Harga saat ini tidak boleh lebih dari $1\frac{1}{2}$ kali nilai buku yang terakhir dilaporkan. Namun, pengganda pendapatan di bawah 15 dapat membenarkan pengganda aset yang lebih tinggi. Sebagai aturan praktis kami menyarankan bahwa produk dari pengganda kali rasio harga terhadap nilai buku tidak boleh melebihi 22,5. (Angka ini sesuai dengan 15 kali penghasilan dan $1\frac{1}{2}$ kali nilai buku. Itu akan mengakui masalah penjualan hanya 9 kali pendapatan dan 2,5 kali nilai aset, dll.)

Komentar Umum: Persyaratan ini dibuat khusus untuk kebutuhan dan temperamen investor defensif. Mereka akan menghilangkan sebagian besar saham biasa sebagai kandidat untuk portofolio, dan dalam dua cara yang berlawanan. Di satu sisi mereka akan mengecualikan perusahaan yang (1) terlalu kecil, (2) dalam kondisi keuangan yang relatif lemah, (3) dengan stigma defisit dalam catatan sepuluh tahun mereka, dan (4) tidak memiliki sejarah panjang berkelanjutan. dividen. Dari tes ini yang paling parah dalam kondisi keuangan baru-baru ini adalah kekuatan finansial. Sejumlah besar perusahaan kita yang besar dan sebelumnya sangat kuat telah melemahkan rasio lancar mereka atau memperbesar utang mereka, atau keduanya, dalam beberapa tahun terakhir.

Dua kriteria terakhir kami eksklusif dalam arah yang berlawanan, dengan menuntut lebih banyak pendapatan dan lebih banyak aset per dolar harga daripada yang akan ditawarkan oleh isu-isu populer. Ini sama sekali bukan sudut pandang standar analisis keuangan; pada kenyataannya sebagian besar akan bersikeras bahwa bahkan investor konservatif pun harus siap membayar harga yang murah untuk saham perusahaan pilihan. Kami telah menjelaskan pandangan kami yang berlawanan di atas; sebagian besar bersandar pada tidak adanya faktor keamanan yang memadai ketika sebagian besar harga harus bergantung pada pendapatan yang terus meningkat di masa depan.

Pembaca harus memutuskan sendiri pertanyaan penting ini—setelah menimbang argumen di kedua sisi.

Kami tetap memilih untuk memasukkan persyaratan pertumbuhan sederhana selama dekade terakhir. Tanpa itu, perusahaan tipikal akan menunjukkan kemunduran, setidaknya dalam hal laba per.

dolar dari modal yang diinvestasikan. Tidak ada alasan bagi investor defensif untuk memasukkan perusahaan semacam itu—meskipun jika harganya cukup rendah, mereka dapat memenuhi syarat sebagai peluang tawar-menawar.

Angka maksimum yang disarankan dari 15 kali pendapatan mungkin menghasilkan portofolio tipikal dengan pengganda rata-rata, katakanlah, 12 to

13 kali. Perhatikan bahwa pada bulan Februari 1972 American Tel. & Telp. dijual 11 kali lipat pendapatan tiga tahun (dan saat ini), dan Standard Oil of California kurang dari 10 kali pendapatan terbaru. Rekomendasi dasar kami adalah bahwa portofolio saham, ketika diakuisisi, harus memiliki rasio pendapatan/harga keseluruhan—kebalikan dari rasio P/E—setidaknya setinggi tingkat obligasi tingkat tinggi saat ini. Ini berarti rasio P/E tidak lebih tinggi dari 13,3 terhadap imbal hasil obligasi AA sebesar 7,5%.*

Penerapan Kriteria Kami ke DJIA di Akhir 1970

Semua kriteria yang kami sarankan dipenuhi oleh isu-isu DJIA pada akhir tahun 1970, tetapi dua di antaranya nyaris tidak ada. Berikut adalah survei berdasarkan harga penutupan tahun 1970 dan angka-angka yang relevan. (Data dasar untuk setiap perusahaan ditunjukkan pada Tabel 14-1 dan 14-2.)

1. Ukuran lebih dari cukup untuk setiap perusahaan.
2. Kondisi keuangan memadai secara agregat, tetapi tidak untuk setiap perusahaan.²
3. Beberapa dividen telah dibayarkan oleh setiap perusahaan setidaknya sejak 1940. Lima dari catatan dividen kembali ke abad terakhir.

* Pada awal 2003, imbal hasil obligasi korporasi 10-tahun, peringkat AA adalah sekitar

4,6%, menunjukkan—dengan rumus Graham—bahwa portofolio saham harus memiliki rasio pendapatan terhadap harga setidaknya setinggi itu. Mengambil kebalikan dari angka tersebut (dengan membagi 4,6 menjadi 100), kita dapat memperoleh rasio P/E “maksimum yang disarankan” sebesar 21,7. Di awal paragraf ini, Graham merekomendasikan agar saham “rata-rata” dihargai sekitar 20% di bawah rasio “maksimum”. Itu menunjukkan bahwa—secara umum—

Graham akan mempertimbangkan penjualan saham tidak lebih dari 17 kali pendapatan rata-rata tiga tahun mereka berpotensi menarik mengingat tingkat suku bunga dan kondisi pasar saat ini. Per 31 Desember, 2002, lebih dari 200—atau lebih baik dari 40%—saham dalam indeks saham S&P 500- memiliki rasio P/E rata-rata tiga tahun sebesar 17,0 atau lebih rendah. Hasil obligasi AA yang diperbarui dapat ditemukan di www.bondtalk.com.

**TABEL 14-1 Data Dasar 30 Saham di Dow Jones Industrial
Rata-rata pada 30 September 1971**

	Harg a 30 Septemb	"Penghasilan Per Saham" ^{sebuah}			Div. Sejak	Nilai Aktiv a	Saat ini Div.
		30 Septemb	1968– 1970	1958– 1960			
Kimia Sekutu	32½	1.40	1.82	2.14	1887	26.02	1.20
Aluminium Co.	45½	4.25	5.18	2.08	1939	55.01	1.80
Amer. Merek	43½	4.32	3.69	2.24	1905	13.46	2.10
Amer. Bisa	33¾	2.68	3.76	2.42	1923	40.01	2.20
Amer. Telp. & Telp. anakonda	43 15	4.03 2.06	3.91 3.90	2.52 2.17	1881 1936	45.47 54.28	2.60 tidak
Baja Betlehem	25½	2.64	3.05	2.62	1939	44.62	1.20
Chrysler	28½	1.05	2.72	(0,13)	1926	42.40	0,60
DuPont	154	6.31	7.32	8.09	1904	55.22	5.00
Eastman Kodak	87	2.45	2.44	0.72	1902	13.70	1.32
Listrik Umum	61¼	2.63	1.78	1.37	1899	14,92	1.40
Makanan Umum	34	2.34	2.23	1.13	1922	14.13	1.40
Mesin umum	83	3.33	4.69	2.94	1915	33.39	3.40
Tahun yang baik	33½	2.11	2.01	1.04	1937	18.49	0,85
Antar. Mesin penuai	28½	1.16	2.30	1.87	1910	42.06	1.40
Antar. Nikel	31	2.27	2.10	0,94	1934	14.53	1.00
Antar. Kertas	33	1.46	2.22	1.76	1946	23.68	1.50
Johns-Manville	39	2.02	2.33	1.62	1935	24.51	1.20
Owens-Illinois	52	3.89	3.69	2.24	1907	43,75	1.35
Procter & Judi	71	2.91	2.33	1.02	1891	15.41	1.50
Sears Roebuck	68½	3.19	2.87	1.17	1935	23.97	1.55
Std. Minyak California.	56	5.78	5.35	3.17	1912	54,79	2.80
Std. Minyak NJ	72	6.51	5.88	2.90	1882	48.95	3.90
Swift & Co.	42	2.56	1.66	1.33	1934	26.74	0,70
Texas	32	3.24	2.96	1.34	1903	23.06	1.60
Union Karbida	43½	2.59	2.76	2.52	1918	29.64	2.00
United Aircraft	30½	3.13	4.35	2.79	1936	47.00	1.80
Baja AS	29½	3.53	3.81	4.85	1940	65.54	1.60
Westinghouse	96½	3.26	3.44	2.26	1935	33.67	1.80
Woolworth	49	2.47	2.38	1.35	1912	25.47	1.20

^{sebuah} Disesuaikan untuk dividen saham dan pemecahan saham.

^b Biasanya untuk 12 bulan yang berakhir 30 Juni 1971.

TSANGGUP 14-2 Penting Rasio dari DJIA Saham pada September 30, 1971

	<i>Harga untuk</i> September 1971 1968–1970		Saat ini Div. Menghasil Less	Pendapata n Pertumbu vs. 1958-1960	CA/CL ^{sebuah}	Harga/ NCA/Aset Bersih Utang ^b Nilai	
Kimia Sekutu	18.3	18.0	3,7%	(-15,0%)	2.1	74%	125%
Aluminium Co.	10.7	8.8	4.0	149,0%	2.7	51	84
Amer. Merek	10.1	11.8	5.1	64.7	2.1	138	282
Amer. Bisa	12.4	8.9	6.6	52.5	2.1	91	83
Amer. Telp. & Telp.	10.8	11.0	6.0	55.2	1.1	— ^c	94
anakonda	5.7	3.9	—	80.0	2.9	80	28
Baja Betlehem	12.4	8.1	4.7	16.4	1.7	68	58
Chrysler	27.0	10.5	2.1	— ^d	1.4	78	67
DuPont	24.5	21.0	3.2	(-9.0)	3.6	609	280
Eastman Kodak	35.5	35.6	1.5	238.9	2.4	1764	635
Listrik Umum	23.4	34.4	2.3	29.9	1.3	89	410
Makanan Umum	14.5	15.2	4.1	97.3	1.6	254	240
Mesin umum	24.4	17.6	4.1	59.5	1.9	1071	247
Tahun yang baik	15.8	16.7	2.5	93.3	2.1	129	80
Antar. Mesin penuai	24.5	12.4	4.9	23.0	2.2	191	66
Antar. Nikel	13.6	16.2	3.2	123.4	2.5	131	213

Antar. Kertas	22.5	14.0	4.6	26.1	2.2	62	139
Johns-Manville	19.3	16.8	3.0	43.8	2.6	—	158
Owens-Illinois	13.2	14.0	2.6	64.7	1.6	51	118
Procter & Judi	24.2	31.6	2.1	128.4	2.4	400	460
Sears Roebuck	21.4	23.8	1.7	145.3	1.6	322	285
Std. Minyak California.	9.7	10.5	5.0	68.8	1.5	79	102
Std. Minyak NJ	11.0	12.2	5.4	102.8	1.5	94	115
Swift & Co.	16.4	25.5	1.7	24.8	2.4	138	158
Texas	9.9	10.8	5.0	120.9	1.7	128	138
Union Karbida	16.6	15.8	4.6	9.5	2.2	86	146
United Aircraft	9.7	7.0	5.9	55.9	1.5	155	65
Baja AS	8.3	6.7	5.4	(-21,5)	1.7	51	63
Westinghouse El.	29.5	28.0	1.9	52.2	1.8	145	2.86
Woolworth	19.7	20.5	2.4	76.3	1.8	185	1.90

^asebuah Angka yang diambil untuk tahun fiskal 1970 co-end. hasil.

^bAngka diambil dari Moody's Industrial Manual (1971).

^cSaldo debit untuk NCA. (NCA = aset lancar bersih.)

^dDilaporkan defisit untuk 1958-1960.

4. Pendapatan agregat cukup stabil dalam dekade terakhir. Tak satu pun dari perusahaan melaporkan defisit selama periode kemakmuran 1961-1969, tetapi Chrysler menunjukkan defisit kecil pada tahun 1970.
5. Pertumbuhan total—membandingkan rata-rata tiga tahun dalam satu dekade—adalah 77%, atau sekitar 6% per tahun. Tapi lima dari perusahaan tidak tumbuh sepertiga.
6. Rasio harga akhir tahun terhadap pendapatan rata-rata tiga tahun adalah
839 hingga \$55,5 atau 15 banding 1—tepat pada batas atas yang kami sarankan.
7. Rasio harga terhadap nilai aset bersih adalah 839 berbanding 562—juga adil
dalam batas yang kami sarankan yaitu $1\frac{1}{2}$ ke 1.

Namun, jika kami ingin menerapkan tujuh kriteria yang sama untuk masing-masing perusahaan, kami akan menemukan bahwa hanya lima dari mereka yang akan memenuhi semua persyaratan kami. Ini adalah: American Can, America Tel. & Tel., Anaconda, Swift, dan Woolworth. Total untuk lima ini muncul pada Tabel 14-3. Tentu saja mereka membuat pertunjukan statistik yang jauh lebih baik daripada DJIA secara keseluruhan, kecuali dalam tingkat pertumbuhan sebelumnya.³

Penerapan kriteria khusus kami untuk kelompok saham industri pilihan ini menunjukkan bahwa jumlah yang memenuhi setiap pengujian kami akan menjadi persentase yang relatif kecil dari semua masalah industri yang terdaftar. Kami berani menebak bahwa sekitar 100 masalah semacam ini dapat ditemukan di Standard & Poor's Stock Guide di akhir 1970, cukup untuk memberikan investor pilihan pribadi yang memuaskan.*

“Solusi” Utilitas Publik

Jika kita beralih sekarang ke bidang saham utilitas publik, kita menemukan situasi yang jauh lebih nyaman dan mengundang bagi investor.†

* Penyaring stok online yang mudah digunakan yang dapat menyortir stok di S&P 500 menurut sebagian besar kriteria Graham tersedia di: www.quicken.com/investasi/saham/pencarian/penuh.

Ketika Graham menulis, hanya satu reksa dana utama yang mengkhususkan diri pada saham utilitas—Franklin Utilitas—yang tersedia secara luas. Hari ini ada lebih dari

30. Graham tidak dapat mengantisipasi kerusakan finansial yang ditimbulkan oleh can-

TSANGGUP 14-3 DJIA Masalah Pertemuan Yakin Investasi Kriteria pada itu Akhir dari 1970

	Amerika Bisa	Amerika Telp. & Telp.	anakonda	Cepat	Woolworth	Rata-rata, 5 Perusahaan
Harga 31 Desember 1970	39%	48%	21	30%	36½	
Harga/penghasilan, 1970	11.0	12.3	6.7	13.5	14.4	11.6
Harga/penghasilan, 3 tahun	10.5	12.5	5.4	18.1 ^b	15.1	12.3
Harga/nilai buku	99%	108%	38%	113%	148%	112%
Aset lancar/liabilitas lancar	2.2	tida	2.9	2.3	1.8 ^c	2.3
Aset/hutang lancar bersih	110%	tida	120%	141%	190%	140%
Indeks stabilitas ^{sebuah}	85	100	72	77	99	86
Pertumbuhan ^{sebuah}	55%	53%	78%	25%	73%	57%

^{sebuah}Lihat definisi di hal. 338.

^bMengingat penampilan Swift yang baik di tahun 1970 yang buruk, kami mengesampingkan kekurangan 1968–1970 di sini.

^cKekurangan kecil di sini di bawah 2 banding 1 diimbangi dengan margin untuk pembiayaan utang tambahan. na = tidak berlaku. Telp Amerika Utang & Tel. lebih kecil dari ekuitas sahamnya.

Di sini sebagian besar masalah tampaknya terpotong, dengan catatan kinerja dan rasio harga mereka, sesuai dengan kebutuhan investor defensif seperti yang kita nilai. Kami mengecualikan satu kriteria dari pengujian kami atas saham utilitas publik—yaitu, rasio aset lancar terhadap kewajiban lancar. Faktor modal kerja mengurus dirinya sendiri dalam industri ini sebagai bagian dari pembiayaan berkelanjutan pertumbuhannya dengan penjualan obligasi dan saham. Kami memang membutuhkan proporsi modal saham yang memadai untuk utang.⁴

Pada Tabel 14-4 kami menyajikan resume dari 15 isu dalam rata-rata utilitas publik Dow Jones. Sebagai perbandingan, Tabel 14-5 memberikan gambaran serupa tentang pemilihan acak lima belas utilitas lain yang diambil dari daftar Bursa Efek New York.

Saat tahun 1972 dimulai, investor defensif dapat memiliki cukup banyak pilihan saham biasa utilitas, yang masing-masing akan memenuhi persyaratan kami untuk kinerja dan harga. Perusahaan-perusahaan ini menawarkan kepadanya segala sesuatu yang dia berhak untuk menuntut dari investasi saham biasa yang dipilih secara sederhana. Dibandingkan dengan perusahaan industri terkemuka yang diwakili oleh DJIA, mereka menawarkan catatan pertumbuhan masa lalu yang hampir sama baiknya, ditambah fluktuasi yang lebih kecil dalam angka tahunan—keduanya dengan harga yang lebih rendah dalam kaitannya dengan pendapatan dan aset. Pengembalian dividen secara signifikan lebih tinggi. Posisi perusahaan utilitas sebagai monopoli yang diatur pasti lebih menguntungkan daripada kerugian bagi investor konservatif. Di bawah hukum mereka berhak untuk mengenakan tarif yang cukup menguntungkan untuk menarik modal yang mereka butuhkan untuk ekspansi berkelanjutan mereka, dan ini menyiratkan offset yang memadai untuk biaya yang meningkat. Sementara proses regulasi sering kali rumit dan mungkin berbelit-belit, hal itu tidak mencegah perusahaan utilitas mendapatkan pengembalian yang adil atas modal yang mereka investasikan selama beberapa dekade.

pembangkit listrik tenaga nuklir yang telah ditutup dan dinonaktifkan; dia juga tidak melihat konsekuensi dari regulasi yang ceroboh di California. Saham utilitas jauh lebih fluktuatif daripada di masa Graham, dan sebagian besar investor harus memilikinya hanya melalui dana murah yang terdiversifikasi dengan baik seperti Dow Jones US Utilities Sector Index Fund (simbol ticker: IDU) atau Utilities Select Sec- untuk SPDR (XLU). Untuk informasi lebih lanjut, lihat: www.shares.com dan www.spdrindex.com/spdr/. (Pastikan broker Anda

tidak akan membebankan komisi untuk menginvestasikan kembali dividen Anda.)

**TSANGGUP 14-4 Data pada itu Limabelas Saham di itu Dow Jones Kegunaan SEBUAHvmarah pada
September 30, 1971**

	<i>Harga 30 September, 1971</i>	<i>diperoleh saham</i>	<i>Dividen</i>	<i>Buku Nilai</i>	<i>Harga / Penghasi</i>	<i>Harga /Nilai Buku</i>	<i>Div. Men</i>	<i>Mengha silkan. Per Bagikan 1970 vs. 1960</i>
Saya. Elec. Kekuasaan	26	2.40	1.70	18.86	11	138%	6.5%	+87%
Cleveland El. Sakit.	34¾	3.10	2.24	22.94	11	150	6.4	86
Sistem Gas Columbia	33	2.95	1.76	25.58	11	129	5.3	85
Persemakmuran Edison	35½	3.05	2.20	27.28	12	130	6.2	56
Edison Terkonsolidasi	24½	2.40	1.80	30.63	10	80	7.4	19
Kond. Nat. Gas	27¾	3.00	1.88	32.11	9	86	6.8	53
Detroit Edison	19¼	1.80	1.40	22.66	11	84	7.3	40
Houston Ltg. & Kekuasaan	42¾	2.88	1.32	19.02	15	222	3.1	135
Niagara-Mohawk Pwr.	15½	1.45	1.10	16.46	11	93	7.2	32
Gas & Listrik Pasifik	29	2.65	1.64	25.45	11	114	5.6	79
Panhandle E. Pipa L.	32½	2.90	1.80	19.95	11	166	5.5	79
Perusahaan Gas Rakyat	31½	2.70	2.08	30.28	8	104	6.6	23
Filadelfia El.	20½	2.00	1.64	19.74	10	103	8.0	29
Sys Publik El. & Gas	25½	2.80	1.64	21.81	9	116	6.4	80
Sou. California Edison	29¼	2.80	1.50	27.28	10	107	5.1	85
Rata-rata	28¾	2.66	1.71	23.83	10.7	121%	6.2%	+65%

sebuah Diperkirakan untuk tahun 1971.

TSANGGUP 14-5 Data pada sebuah Kedua Daftar dari Utilitas Publik Saham pada September 30, 1971

	Harga 30 September,	diperole	Dividen	Buku Nilai	Harga / Penghasi	Harga /Nilai Buku	Div. Men	Mengha silkan. Pa 1970 Bagikan 1960
Gas Alabama	15½	1.50	1.10	17.80	10	87%	7.1%	+34%
Kekuatan Allegheny	22½	2.15	1.32	16.88	10	134	6.0	71
Saya. Telp. & Telp.	43	4.05	2.60	45.47	11	95	6.0	47
Saya. Pekerjaan Air	14	1.46	.60	16.80	10	84	4.3	187
Elec Kota Atlantik	20½	1.85	1.36	14.81	11	138	6.6	74
Baltimore Gas & Listrik.	30¼	2.85	1.82	23.03	11	132	6.0	86
Brooklyn Union Gas	23½	2.00	1.12	20.91	12	112	7.3	29
Carolina Pwr. & Letnan	22½	1.65	1.46	20.49	14	110	6.5	39
Sen. Hudson G. & E.	22¼	2.00	1.48	20.29	11	110	6.5	13
Sen. sakit Letnan	25¼	2.50	1.56	22.16	10	114	6.5	55
Sen. Maine Pwr.	17¼	1.48	1.20	16.35	12	113	6.8	62
Cincinnati Gas & Listrik.	23¼	2.20	1.56	16.13	11	145	6.7	102
Kekuatan Konsumen	29½	2.80	2.00	32.59	11	90	6.8	89
Dayton Pwr. & Letnan	23	2.25	1.66	16.79	10	137	7.2	94
Delmarva Pwr. & Letnan	16½	1.55	1.12	14.04	11	117	6.7	78
Rata-rata	23½	2.15	1.50	21.00	11	112%	6.5%	+71%

Bagi investor defensif, daya tarik utama dari saham utilitas publik saat ini adalah ketersediaannya pada harga yang moderat dalam kaitannya dengan nilai buku. Ini berarti bahwa dia dapat mengabaikan pertimbangan pasar saham, jika dia mau, dan menganggap dirinya terutama sebagai pemilik bagian dari bisnis yang mapan dan berpenghasilan baik. Kutipan pasar selalu ada untuk dia memanfaatkan pada saat-saat yang menguntungkan—baik untuk pembelian pada tingkat rendah yang luar biasa menarik, atau untuk penjualan ketika harga mereka tampaknya terlalu tinggi.

Catatan pasar dari indeks utilitas publik—diringkas dalam Tabel 14-6, bersama dengan kelompok lain—menunjukkan bahwa ada banyak kemungkinan keuntungan dalam investasi ini di masa lalu. Meskipun kenaikannya tidak sebesar indeks industri, utilitas individu telah menunjukkan stabilitas harga yang lebih tinggi di sebagian besar periode daripada kelompok lain.* Sangat mengejutkan untuk mengamati dalam tabel ini bahwa rasio harga/pendapatan relatif dari industri dan utilitas telah berubah tempat selama dua dekade terakhir.

TABEL 14-6 Perkembangan Harga dan Rasio Harga/Penghasilan untuk Berbagai Rata-Rata Standard & Poor's, 1948–1970.

Tahun	industri		Kereta api		Keperluan	
	Harga ^{sebuah}	Rasio P/E	Harga ^{sebuah}	Rasio P/E	n	
1948	15.34	6.56	15.27	4.55	16.77	10.03
1953	24.84	9.56	22.60	5.42	24.03	14.00
1958	58.65	19.88	34.23	12.45	43.13	18.59
1963	79.25	18.18	40.65	12.78	66.42	20.44
1968	113.02	17.80	54.15	14.21	69.69	15.87
1970	100.00	17.84	34.40	12.83	61.75	13.16

^{sebuah}Harga di akhir tahun.

* Dalam konfirmasi luar biasa dari poin Graham, Indeks Utilitas Standard & Poor's yang terdengar membosankan mengungguli Indeks Komposit NASDAQ yang dibanggakan selama 30 tahun yang berakhir pada 31 Desember 2002.

Pembalikan ini akan lebih berarti bagi investor aktif daripada investor pasif. Tetapi mereka menyarankan bahwa bahkan portofolio defensif harus diubah dari waktu ke waktu, terutama jika sekuritas yang dibeli tampaknya memiliki uang muka yang berlebihan dan dapat diganti dengan penerbitan yang jauh lebih terjangkau. Sayang! akan ada pajak keuntungan modal yang harus dibayar—yang bagi investor biasa tampaknya hampir sama dengan yang harus dibayar Iblis. Sekutu lama kita, pengalaman, memberitahu kita di sini bahwa lebih baik menjual dan membayar pajak daripada tidak menjual dan bertobat.

Berinvestasi dalam Saham Perusahaan Keuangan

Berbagai masalah yang cukup besar dapat berkisar di bawah rubrik "perusahaan keuangan." Ini akan mencakup bank, perusahaan asuransi, asosiasi simpan pinjam, perusahaan kredit dan pinjaman kecil, perusahaan hipotek, dan "perusahaan investasi" (misalnya, reksa dana).^{*} Merupakan karakteristik dari semua perusahaan ini bahwa mereka memiliki bagian yang relatif kecil aset mereka dalam bentuk barang material—seperti aset tetap dan persediaan barang dagangan—tetapi di sisi lain sebagian besar kategori memiliki kewajiban jangka pendek yang jauh melebihi modal saham mereka. Oleh karena itu, pertanyaan tentang kesehatan keuangan lebih relevan di sini daripada dalam kasus perusahaan manufaktur atau komersial biasa. Hal ini pada gilirannya melahirkan berbagai bentuk pengaturan dan pengawasan,

Secara garis besar, saham-saham keuangan telah menghasilkan hasil investasi yang serupa dengan jenis-jenis saham biasa lainnya. Tabel 14-7 menunjukkan perubahan harga antara tahun 1948 dan 1970 dalam enam kelompok yang terwakili dalam indeks harga saham Standard & Poor's. Rata-rata untuk tahun 1941–1943 diambil sebagai 10, tingkat dasar.

^{*} Saat ini industri jasa keuangan terdiri dari lebih banyak komponen, termasuk bank komersial; simpan pinjam dan perusahaan pembiayaan hipotek; perusahaan pembiayaan konsumen seperti penerbit kartu kredit; pengelola uang dan perusahaan perwalian; bank dan pialang investasi; perusahaan asuransi; dan perusahaan yang terlibat dalam pengembangan atau pemilikan real estat, termasuk perwalian investasi real estat.

Meskipun sektor ini jauh lebih beragam saat ini, peringatan Graham tentang kesehatan keuangan berlaku lebih dari sebelumnya.

**TABEL 14-7 Pergerakan Harga Relatif Berbagai Saham
Jenis Perusahaan Keuangan Antara 1948
dan 1970**

	1948	1953	1958	1963	1968	1970
Asuransi jiwa	17.1	59.5	156.6	318.1	282.2	218.0
Asuransi properti dan kewajiban	13.7	23.9	41.0	64.7	99.2	84.3
Bank Kota New York	11.2	15.0	24.3	36.8	49.6	44.3
Bank di luar Kota New York	16.9	33.3	48.7	75.9	96.9	83.3
Perusahaan keuangan	15.6	27.1	55.4	64.3	92.8	78.3
Perusahaan pinjaman	18.4	36.4	68.5	118.2	142.8	126.8
Komposit Standard &	13.2	24.8	55.2	75.0	103.9	92.2

sebuah Angka akhir tahun dari indeks harga saham Standard & Poor. Rata-rata tahun 1941–1943 = 10.

Angka akhir tahun 1970 berkisar antara 44,3 untuk 9 bank New York dan 218 untuk 11 saham asuransi jiwa. Selama sub-interval ada variasi yang cukup besar dalam pergerakan harga masing-masing. Misalnya, saham bank New York City cukup baik antara tahun 1958 dan 1968; sebaliknya kelompok asuransi jiwa yang spektakuler benar-benar kehilangan pijakan antara tahun 1963 dan 1968. Pergerakan silang ini ditemukan di banyak, mungkin sebagian besar, dari banyak kelompok industri dalam indeks Standard & Poor's.

Kami tidak memiliki komentar yang sangat membantu untuk ditawarkan dalam bidang investasi yang luas ini—selain untuk menasihati bahwa standar aritmatika yang sama untuk harga dalam kaitannya dengan pendapatan dan nilai buku diterapkan pada pilihan perusahaan dalam kelompok ini seperti yang telah kami sarankan untuk investasi industri dan utilitas publik.

Masalah Kereta Api

Kisah perkeretaapian jauh berbeda dengan utilitas. Operator telah sangat menderita dari kombinasi persaingan yang ketat dan regulasi yang ketat. (Masalah biaya tenaga kerja mereka memiliki

tentu saja sulit juga, tetapi itu tidak terbatas pada rel kereta api.) Mobil, bus, dan maskapai penerbangan telah menarik sebagian besar bisnis penumpang mereka dan meninggalkan sisanya sangat tidak menguntungkan; truk telah mengambil banyak lalu lintas barang mereka. Lebih dari setengah dari jarak tempuh kereta api negara telah bangkrut (atau "perwalian") pada berbagai waktu selama 50 tahun terakhir.

Tapi setengah abad ini belum semuanya menurun bagi operator. Ada periode yang makmur bagi industri ini, terutama tahun-tahun perang. Beberapa lini telah berhasil mempertahankan daya pendapatan dan dividen mereka meskipun mengalami kesulitan umum.

Indeks Standard & Poor's naik tujuh kali lipat dari level terendah tahun 1942 ke level tertinggi tahun 1968, tidak jauh di bawah persentase kenaikan indeks utilitas publik. Kebangkrutan Penn Central Transport Co., perkeretaapian kita yang paling penting, pada tahun 1970 mengejutkan dunia keuangan. Hanya setahun dan dua tahun sebelumnya saham tersebut terjual mendekati tingkat harga tertinggi dalam sejarah panjangnya, dan telah membayar dividen terus menerus selama lebih dari 120 tahun! (Pada hal. 423 di bawah ini kami menyajikan analisis singkat dari kereta api ini untuk menggambarkan bagaimana seorang siswa yang kompeten dapat mendeteksi kelemahan yang berkembang dalam gambaran perusahaan dan menasihati terhadap kepemilikan sekuritasnya.) Tingkat pasar saham kereta api secara keseluruhan adalah seri - sangat terpengaruh oleh bencana keuangan ini.

Biasanya tidak masuk akal untuk membuat rekomendasi menyeluruh dari seluruh kelas sekuritas, dan ada keberatan yang sama terhadap kecaman luas. Catatan harga saham perkeretaapian pada Tabel 14-6 menunjukkan bahwa grup secara keseluruhan sering menawarkan peluang untuk mendapatkan keuntungan yang besar. (Tetapi dalam pandangan kami kemajuan besar itu sendiri sebagian besar tidak beralasan.) Mari kita batasi saran kita ini: Tidak ada alasan kuat bagi investor untuk memiliki saham kereta api; sebelum dia membeli apa pun, dia harus memastikan bahwa dia mendapatkan begitu banyak nilai untuk uangnya sehingga tidak masuk akal untuk mencari sesuatu yang lain sebagai gantinya.*

* Hanya beberapa stok kereta api utama yang tersisa, termasuk Burlington Northern, CSX, Norfolk Southern, dan Union Pacific. Nasihat di bagian ini setidaknya sama relevannya dengan saham maskapai penerbangan saat ini—dengan kerugian besar saat ini dan setengah abad dengan hasil yang hampir tak henti-hentinya—seperti halnya dengan perkeretaapian di zaman Graham.

Selektivitas untuk Investor Defensif

Setiap investor ingin daftarnya lebih baik atau lebih menjanjikan daripada rata-rata. Oleh karena itu pembaca akan bertanya apakah, jika ia mendapatkan dirinya sebagai penasihat atau analis keamanan yang kompeten, ia seharusnya tidak dapat mengandalkan paket investasi yang benar-benar unggul. "Lagi pula," dia mungkin berkata, "aturan yang telah Anda uraikan cukup sederhana dan santai. Seorang analis yang sangat terlatih harus dapat menggunakan semua keahlian dan tekniknya untuk meningkatkan secara substansial pada sesuatu yang sejelas daftar Dow Jones. Jika tidak, apa gunanya semua statistik, perhitungan, dan penilaian kepausannya?"

Misalkan, sebagai tes praktis, kami telah meminta seratus analis keamanan untuk memilih lima saham "terbaik" di Dow Jones Average, yang akan dibeli pada akhir tahun 1970. Beberapa akan datang dengan pilihan yang identik dan banyak dari daftar akan sangat berbeda satu sama lain.

Hal ini tidak begitu mengejutkan karena mungkin pada awalnya muncul. Alasan yang mendasarinya adalah bahwa harga saat ini dari setiap saham terkemuka cukup baik mencerminkan faktor-faktor penting dalam catatan keuangannya ditambah pendapat umum tentang prospek masa depannya. Oleh karena itu pandangan analis mana pun bahwa satu saham adalah pembelian yang lebih baik daripada yang lain harus muncul sebagian besar dari keberpihakan dan harapan pribadinya, atau dari penempatan penekanannya pada satu set faktor daripada pada yang lain dalam pekerjaan evaluasinya. . Jika semua analis setuju bahwa satu saham tertentu lebih baik daripada yang lain, masalah itu akan segera naik ke harga yang akan mengimbangi semua keuntungan sebelumnya.*

* Graham meringkas "hipotesis pasar yang efisien," atau EMH, sebuah teori akademis yang menyatakan bahwa harga setiap saham menggabungkan semua informasi yang tersedia untuk umum tentang perusahaan. Dengan jutaan investor menjelajahi pasar setiap hari, kecil kemungkinan kesalahan harga yang parah dapat bertahan lama. Sebuah lelucon lama memiliki dua profesor keuangan berjalan di sepanjang trotoar; ketika salah satu melihat uang \$20 dan membungkuk untuk mengambilnya, yang lain meraih lengannya dan berkata, "Jangan repot-repot. Jika itu benar-benar uang \$20, seseorang pasti sudah mengambilnya." Meskipun pasar tidak sepenuhnya efisien, hampir sepanjang waktu—sehingga investor yang cerdas akan

membungkuk untuk mengambil uang kertas \$20 pasar saham hanya setelah menelitinya secara menyeluruh dan meminimalkan biaya perdagangan dan pajak.

Pernyataan kami bahwa harga saat ini mencerminkan fakta yang diketahui dan ekspektasi masa depan dimaksudkan untuk menekankan dasar ganda untuk penilaian pasar. Sesuai dengan dua jenis elemen nilai ini, pada dasarnya adalah dua pendekatan yang berbeda untuk analisis keamanan. Yang pasti, setiap analis yang kompeten melihat ke depan ke masa depan daripada mundur ke masa lalu, dan dia menyadari bahwa pekerjaannya akan terbukti baik atau buruk tergantung pada apa yang akan terjadi dan bukan pada apa yang telah terjadi. Namun demikian, masa depan itu sendiri dapat didekati dengan dua cara yang berbeda, yang dapat disebut cara prediksi (atau proyeksi) dan cara perlindungan.*

Mereka yang menekankan prediksi akan berusaha untuk mengantisipasi dengan cukup akurat apa yang akan dicapai perusahaan di tahun-tahun mendatang—khususnya apakah pendapatan akan menunjukkan pertumbuhan yang nyata dan persisten. Kesimpulan ini mungkin didasarkan pada studi yang sangat hati-hati terhadap faktor-faktor seperti penawaran dan permintaan dalam industri—atau volume, harga, dan biaya—atau mungkin diturunkan dari proyeksi yang agak naif dari garis pertumbuhan masa lalu ke dalam masa depan. Jika otoritas ini yakin bahwa prospek jangka panjangnya luar biasa menguntungkan, mereka hampir selalu akan merekomendasikan saham untuk dibeli tanpa terlalu memperhatikan tingkat penjualannya. Seperti, misalnya, adalah sikap umum sehubungan dengan persediaan transportasi udara — sikap yang bertahan selama bertahun-tahun meskipun hasil buruk yang menyedihkan sering ditunjukkan setelahnya.

1946. Dalam Pendahuluan kami telah mengomentari perbedaan antara aksi harga yang kuat dan catatan pendapatan yang relatif mengecewakan dari industri ini.

* Ini adalah salah satu poin sentral dari buku Graham. Semua investor bekerja di bawah ironi yang kejam: Kami berinvestasi di masa sekarang, tetapi kami berinvestasi untuk masa depan. Dan, sayangnya, masa depan hampir seluruhnya tidak pasti. Inflasi dan suku bunga tidak dapat diandalkan; resesi ekonomi datang dan pergi secara acak; gejolak geopolitik seperti perang, kelangkaan komoditas, dan terorisme datang tanpa peringatan; dan nasib masing-masing perusahaan dan industrinya seringkali berubah menjadi kebalikan dari apa yang diharapkan sebagian besar investor. Oleh karena itu, berinvestasi berdasarkan proyeksi adalah tugas yang bodoh; bahkan ramalan yang disebut ahli kurang dapat diandalkan daripada lemparan koin. Bagi

kebanyakan orang, berinvestasi atas dasar perlindungan—dari membayar lebih untuk saham dan dari terlalu percaya diri pada kualitas penilaian mereka sendiri—adalah solusi terbaik.

Sebaliknya, mereka yang menekankan perlindungan selalu secara khusus memperhatikan harga masalah pada saat penelitian. Upaya utama mereka adalah memastikan margin substansial dari nilai sekarang yang ditunjukkan di atas harga pasar — margin mana yang dapat menyerap perkembangan yang tidak menguntungkan di masa depan. Secara umum, oleh karena itu, mereka tidak perlu terlalu antusias terhadap prospek jangka panjang perusahaan, melainkan cukup yakin bahwa perusahaan akan berjalan baik.

Yang pertama, atau pendekatan prediktif, juga bisa disebut pendekatan kualitatif, karena menekankan prospek, manajemen, dan faktor-faktor lain yang tidak terukur, meskipun sangat penting, yang berada di bawah judul kualitas. Pendekatan kedua, atau protektif, dapat disebut pendekatan kuantitatif atau statistik, karena menekankan pada hubungan terukur antara harga jual dan pendapatan, aset, deviden, dan sebagainya. Kebetulan, metode kuantitatif benar-benar merupakan perluasan—ke bidang saham biasa—dari sudut pandang yang menurut analisis sekuritas masuk akal dalam pemilihan obligasi dan saham preferen untuk investasi.

Dalam sikap dan pekerjaan profesional kami, kami selalu berkomitmen pada pendekatan kuantitatif. Sejak awal kami ingin memastikan bahwa kami mendapatkan nilai yang cukup untuk uang kami secara konkret dan dapat dibuktikan. Kami tidak mau menerima prospek dan janji masa depan sebagai kompensasi atas kurangnya nilai yang cukup di tangan. Ini sama sekali bukan sudut pandang standar di antara otoritas investasi; kenyataannya, mayoritas mungkin akan menganut pandangan bahwa prospek, kualitas manajemen, hal-hal tak berwujud lainnya, dan "faktor manusia" jauh melebihi indikasi yang diberikan oleh setiap studi tentang catatan masa lalu, neraca, dan semua hal lainnya. angka dingin.

Jadi masalah memilih saham "terbaik" ini pada dasarnya sangat kontroversial. Saran kami kepada investor defensif adalah biarkan saja. Biarkan dia menekankan diversifikasi lebih dari seleksi individu. Secara kebetulan, ide diversifikasi yang diterima secara universal, setidaknya sebagian, merupakan negasi dari pretensi ambisius selektivitas. Jika seseorang dapat memilih saham terbaik dengan tepat, dia hanya akan kalah dengan melakukan diversifikasi. Namun dalam batas-batas empat aturan paling umum dari pemilihan saham biasa yang disarankan untuk investor defensif (pada hlm. 114-115)

ada ruang untuk kebebasan preferensi yang cukup besar. Paling buruk adalah kesenangan dari

preferensi seperti itu seharusnya tidak membahayakan; di luar itu, mungkin menambahkan sesuatu yang berharga untuk hasil. Dengan meningkatnya dampak perkembangan teknologi pada hasil perusahaan jangka panjang, investor tidak dapat mengabaikannya dari perhitungannya. Di sini, seperti di tempat lain, ia harus mencari jalan tengah antara pengabaian dan penekanan berlebihan.

KOMENTAR PADA BAB 14

Dia yang bersandar pada keuntungan tertentu, hampir tidak akan tumbuh menjadi kekayaan besar; dan dia yang menempatkan semua pada petualangan, sering kali bangkrut dan jatuh miskin: karena itu baik untuk menjaga petualangan dengan kepastian yang dapat menopang kerugian.

—*Tuan Francis Bacon*

MULAI

Bagaimana Anda harus menangani pekerjaan seluk beluk pemilihan saham? Graham menyarankan bahwa investor defensif dapat, "paling sederhana," membeli setiap saham di DowJones Industrial Average. Investor defensif saat ini dapat melakukan lebih baik lagi—dengan membeli total dana indeks pasar saham yang pada dasarnya menyimpan setiap saham yang berharga. Dana indeks berbiaya rendah adalah alat terbaik yang pernah dibuat untuk investasi saham dengan pemeliharaan rendah—dan segala upaya untuk memperbaikinya membutuhkan lebih banyak pekerjaan (dan menimbulkan lebih banyak risiko dan biaya lebih tinggi) daripada yang dapat dibenarkan oleh investor yang benar-benar defensif.

Meneliti dan memilih saham Anda sendiri tidak perlu; bagi kebanyakan orang, itu bahkan tidak dianjurkan. Namun, beberapa investor defensif menikmati pengalihan dan tantangan intelektual dalam memilih saham individu—dan, jika Anda telah selamat dari pasar beruang dan masih menikmati pemetikan saham, maka tidak ada yang dapat saya atau Graham katakan akan menghalangi Anda. Dalam hal ini, alih-alih menjadikan total dana indeks pasar saham sebagai portofolio lengkap Anda, jadikan itu sebagai fondasi portofolio Anda. Setelah Anda memiliki fondasi itu, Anda dapat bereksperimen dengan pilihan stok Anda sendiri. Simpan 90% dari uang saham Anda dalam dana indeks, sisakan 10% untuk mencoba memilih saham Anda sendiri. Hanya setelah Anda membangun inti yang kokoh itu, Anda

harus menjelajahnya. (Untuk mempelajari mengapa diversifikasi luas seperti itu sangat penting, silakan lihat bilah sisi di halaman berikut.)

MENGAPA DIVER SIFY?

Selama pasar bull tahun 1990-an, salah satu kritik paling umum terhadap diversifikasi adalah bahwa diversifikasi menurunkan potensi Anda untuk pengembalian yang tinggi. Lagi pula, jika Anda dapat mengidentifikasi Microsoft berikutnya, bukankah masuk akal jika Anda memasukkan semua telur Anda ke dalam satu keranjang itu?

Yah, tentu saja. Seperti yang pernah dikatakan oleh humoris Will Rogers, “Jangan berjudi. Ambil semua tabungan Anda dan beli beberapa saham bagus dan tahan sampai naik, lalu jual. Jika tidak naik, jangan membelinya.”

Namun, seperti yang diketahui Rogers, pandangan ke depan 20/20 bukanlah hadiah yang diberikan kepada sebagian besar investor. Tidak peduli seberapa percaya diri kita, tidak ada cara untuk mengetahui apakah suatu saham akan naik sampai setelah kita membelinya. Oleh karena itu, saham yang Anda pikir adalah “Microsoft berikutnya” mungkin akan berubah menjadi MicroStrategy berikutnya. (Mantan bintang pasar itu naik dari \$3.130 per saham di bulan Maret 2000 menjadi \$15,10 pada akhir tahun 2002, kerugian apokaliptik sebesar

99,5%).¹ Menjaga uang Anda tersebar di banyak saham dan industri adalah satu-satunya asuransi yang dapat diandalkan terhadap risiko kesalahan.

Tetapi diversifikasi tidak hanya meminimalkan peluang Anda untuk salah. Ini juga memaksimalkan peluang Anda untuk menjadi benar. Dalam jangka waktu yang lama, segelintir saham berubah menjadi “superstock” yang naik 10.000% atau lebih. Majalah Money mengidentifikasi 30 saham dengan kinerja terbaik selama 30 tahun yang berakhir pada 2002—dan, bahkan dengan 20/20 melihat ke belakang, daftarnya sangat tidak terduga. Alih-alih banyak saham teknologi atau perawatan kesehatan, itu termasuk Southwest Airlines, Worthington Steel, toko diskon Dollar General, dan pembuat tembakau UST Inc.² Jika Anda berpikir Anda bersedia bertaruh besar pada salah satu saham itu pada tahun 1972, Anda sedang bercanda.

Pikirkan seperti ini: Di tumpukan jerami pasar yang besar, hanya beberapa jarum yang terus menghasilkan keuntungan yang benar-benar besar. Semakin banyak tumpukan jerami yang Anda miliki, semakin tinggi kemungkinan Anda akan menemukan setidaknya satu dari jarum itu. Dengan memiliki seluruh tumpukan jerami (idealnya melalui dana indeks yang melacak total pasar saham AS), Anda pasti dapat menemukan

setiap jarum, sehingga menangkap pengembalian semua saham super.
Apalagi jika Anda seorang

investor defensif, mengapa mencari jarum ketika Anda dapat memiliki seluruh tumpukan jerami?

¹Disesuaikan untuk pemecahan saham. Bagi banyak orang, MicroStrategy benar-benar terlihat seperti Microsoft berikutnya di awal tahun 2000; sahamnya telah naik 566,7% pada tahun 1999, dan ketuanya, Michael Saylor, menyatakan bahwa “masa depan kita hari ini lebih baik daripada sebelumnya.

18 bulan yang lalu.” Komisi Sekuritas dan Bursa AS kemudian menuduh MicroStrategy melakukan penipuan akuntansi, dan Saylor membayar denda \$8,3 juta untuk menyelesaikan tuduhan tersebut.

²Jon Birger, “30 Saham Terbaik,” *Uang*, Musim Gugur 2002, hlm. 88–95.

TE ST I N G, TE ST I N G

Mari kita perbarui secara singkat kriteria Graham untuk pemilihan saham.

Ukuran yang memadai. Saat ini, “untuk mengecualikan perusahaan kecil,” sebagian besar investor defensif harus menghindari saham dengan nilai pasar total kurang dari \$2 miliar. Pada awal tahun 2003, Anda masih memiliki 437 perusahaan dalam indeks 500 saham Standard & Poor's untuk dipilih.

Namun, investor defensif saat ini—tidak seperti di masa Graham—dapat dengan mudah memiliki perusahaan kecil dengan membeli reksa dana yang mengkhususkan diri pada saham kecil. Sekali lagi, dana indeks seperti Vanguard Small-Cap Index adalah pilihan pertama, meskipun dana aktif tersedia dengan biaya yang wajar dari perusahaan seperti Ariel, T. Rowe Price, Royce, dan Third Avenue.

Kondisi keuangan yang kuat. Menurut ahli strategi pasar Steve Galbraith dan Jay Lasus dari Morgan Stanley, pada awal tahun 2003 sekitar 120 perusahaan dalam indeks S&P 500 memenuhi pengujian Graham tentang rasio lancar 2 banding 1. Dengan aset lancar setidaknya dua kali lipat kewajiban mereka saat ini, perusahaan-perusahaan ini memiliki bantalan modal kerja yang cukup besar yang—rata-rata—harus menopang mereka melalui masa-masa sulit.

Wall Street selalu dipenuhi dengan ironi pahit, dan pecahnya gelembung pertumbuhan saham telah menciptakan doozy: Pada tahun 1999 dan 2000, saham teknologi tinggi, bioteknologi, dan telekomunikasi seharusnya memberikan “pertumbuhan agresif” dan akhirnya berakhir memberikan sebagian besar investor mereka penyusutan agresif sebagai

gantinya. Namun, pada awal 2003, roda telah berputar penuh, dan banyak dari saham-saham pertumbuhan agresif itu telah menjadi konservatif secara finansial—penuh dengan modal kerja, kaya akan uang tunai, dan seringkali bebas utang. Tabel ini menyediakan sampler:

ANGKA 14-1 Semuanya Baru Adalah Tua Lagi

Perusahaan	Saat ini Aktiva	Saat ini Kewajiba	Rasio Aktiva Lancar dengan Kewajiba	Jangka panjang	Rasio Hutang Jangka Panjang terhadap
Mikro Terapan sirkuit Linier Teknologi	1091,2	61.9	17.6	0	tidak
QLogic Corp.	1736.4	148.1	11.7	0	tidak
Perangkat Analog	713.1	69,6	10.2	0	tidak
Qualcomm Inc.	3711.1	467,3	7.9	1274.5	0.39
Maxim Terintegrasi	4368.5	654.9	6.7	156.9	0,04
Bahan Terapan	1390,5	212.3	6.5	0	tidak
Tellabs Inc.	7878.7	1298.4	6.1	573.9	0,09
Scientific-Atlanta	1533.6	257.3	6.0	0,5	0,0004
Altera Corp.	1259.8	252.4	5.0	8.8	0,01
Xilinx Inc.	1176,2	240.5	4.9	0	tidak
Kekuatan Amerika	1108.8	228.1	4.9	0	tidak
Konversi	1276.3	277.4	4.6	0	tidak
Chiron Corp.	1393,8	306.7	4,5	414,9	0.38
Biogen Inc.	1194.7	265.4	4,5	39	0,04
Sistem Novellus	1633.9	381.6	4.3	0	tidak
Amgen Inc.	6403.5	1529.2	4.2	3039.7	0,62
LSI Logika Corp.	1626.1	397,8	4.1	1287.1	1.05
Rowan Cos.	469.9	116.0	4.1	494.8	1.40
Biomet Inc.	1000.0	248.6	4.0	0	tidak
Sistem Siebel	2588.4	646,5	4.0	315.6	0.16

Semua angka dalam jutaan dolar dari laporan keuangan terbaru yang tersedia per 12/31/02. Modal kerja adalah aset lancar dikurangi kewajiban lancar.

Utang jangka panjang termasuk saham preferen, tidak termasuk kewajiban pajak tangguhan.

Sumber: Morgan Stanley; Dasar; Basis data EDGAR di www.sec.gov.

Pada tahun 1999, sebagian besar dari perusahaan-perusahaan ini termasuk yang paling diminati di pasar, menawarkan janji potensi pertumbuhan yang tinggi. Pada awal 2003, mereka menawarkan bukti kuat tentang nilai sebenarnya.

Pelajaran di sini bukanlah bahwa saham-saham ini adalah "hal yang pasti", atau bahwa Anda harus bergegas keluar dan membeli semua (atau apa pun) di tabel ini.¹

Sebaliknya, Anda harus menyadari bahwa investor defensif selalu bisa makmur dengan melihat dengan sabar dan tenang melalui reruntuhan pasar beruang. Kriteria Graham tentang kekuatan finansial masih berfungsi: Jika Anda membangun sekerajang saham yang terdiversifikasi yang aset lancarnya setidaknya dua kali lipat dari kewajiban lancarnya, dan yang utang jangka panjangnya tidak melebihi modal kerja, Anda harus berakhir dengan sekelompok perusahaan yang dibiayai secara konservatif, dengan banyak daya tahan. Nilai terbaik saat ini sering ditemukan pada saham yang dulunya panas dan kemudian menjadi dingin. Sepanjang sejarah, saham semacam itu sering memberikan margin keamanan yang diminta oleh investor defensif.

Stabilitas pendapatan. Menurut Morgan Stanley, 86% dari semua perusahaan di indeks S&P 500 memiliki pendapatan positif di setiap tahun dari 1993 hingga 2002. Jadi desakan Graham pada "beberapa pendapatan untuk saham biasa di setiap sepuluh tahun terakhir" tetap ada. tes yang valid—cukup tangguh untuk menghilangkan pecundang kronis, tetapi tidak terlalu membatasi untuk membatasi pilihan Anda pada sampel kecil yang tidak realistis.

Catatan dividen. Pada awal 2003, menurut Standard & Poor's, 354 perusahaan di S&P 500 (atau 71% dari total) membayar dividen. Tidak kurang dari 255 perusahaan telah membayar dividen setidaknya selama 20 tahun berturut-turut. Dan, menurut S&P, 57 perusahaan dalam indeks telah menaikkan dividen mereka setidaknya selama 25 tahun berturut-turut. Itu bukan jaminan bahwa mereka akan melakukannya selamanya, tapi itu pertanda yang menghibur.

Pertumbuhan pendapatan. Berapa banyak perusahaan di S&P 500 yang meningkatkan pendapatan per saham mereka dengan "setidaknya sepertiga," seperti yang diminta Graham, selama 10 tahun yang berakhir pada tahun 2002? (Kami akan menghitung rata-rata pendapatan setiap perusahaan dari tahun 1991 hingga 1993, dan kemudian menentukan apakah pendapatan rata-rata dari tahun 2000 hingga 2002 setidaknya

33% lebih tinggi.) Menurut Morgan Stanley, 264 perusahaan di S&P 500 memenuhi tes itu. Tapi di sini, tampaknya, Graham menetapkan rintangan yang sangat rendah; Pertumbuhan kumulatif 33% selama satu dekade kurang dari peningkatan tahunan rata-rata 3%. Pertumbuhan kumulatif dalam laba

per saham setidaknya 50%—atau kenaikan tahunan rata-rata 4%—sedikit kurang konservatif. Tidak

'Pada saat Anda membaca ini, banyak yang telah berubah sejak akhir tahun 2002.

GAMBAR 14-2 Steady Eddies

Perusahaan-perusahaan ini telah membayar dividen yang lebih tinggi setiap tahun tanpa terkecuali.

Perusahaan	Sektor	Dividen tunai dibayarkan setiap tahun	Jumlah kenaikan dividen tahunan di masa lalu 40 tahun
3M Bersama industri 1916 40			
Laboratorium Abbott	Kesehatan	1926	35
ALLTEL Corp	Telekomunikasi, Jasa	1961	37
Grup Altria (sebelumnya Philip	Staples Konsumen	1928	36
AmSouth Bancorp	Kuangan	1943	34
Anheuser-Busch Cos	Staples Konsumen	1932	39
Pemanah-Daniels-Midland	Staples Konsumen	1927	32
Proses Data Otomatis	industri	1974	29
Avery Dennison Corp	industri	1964	36
Bank Amerika	Kuangan	1903	36
Bard (CR)	Kesehatan	1960	36
Becton, Dickinson	Kesehatan	1926	38
CenturyTel Inc	Telekomunikasi, Jasa	1974	29
Chubb Corp	Kuangan	1902	28
Clorox Co	Staples Konsumen	1968	30
Coca-Cola Co	Staples Konsumen	1893	40
Komerika Inc	Kuangan	1936	39
Makanan ConAgra	Staples Konsumen	1976	32
Edison Terkonsolidasi	Keperluan	1885	31
Donnelley(RR) & Sons	industri	1911	36
Perusahaan Dover	industri	1947	37
Emerson Electric	industri	1947	40
Toko Dolar Keluarga	Kebijaksanaan	1976	27
Tenn Natl Pertama	Kuangan	1895	31
Gannett Co	Kebijaksanaan	1929	35
Listrik Umum	industri	1899	35
Grainger (WW)	industri	1965	33

Heinz (HJ)

Staples Konsumenten

1911

38

Rumah Tangga Intl.	Keuangan	1926	40
Jefferson-Pilot	Keuangan	1913	36
Johnson & Johnson	Kesehatan	1944	40
Kontrol Johnson	Kebijaksanaan Konsumen	1887	29
Perusahaan Kunci	Keuangan	1963	36
Kimberly-Clark	Staples Konsumen	1935	34
Leggett & Platt	Kebijaksanaan Konsumen	1939	33
Lili (Eli)	Kesehatan	1885	38
Kos Lowe.	Kebijaksanaan Konsumen	1961	40
Mei Dept Store	Kebijaksanaan Konsumen	1911	31
McDonald's Corp.	Kebijaksanaan Konsumen	1976	27
McGraw-Hill Cos.	Kebijaksanaan Konsumen	1937	35
Merck & Co	Kesehatan	1935	38
Nucor Corp.	Bahan:	1973	30
PepsiCo Inc.	Staples Konsumen	1952	35
Pfizer, Inc.	Kesehatan	1901	39
Industri PPG.	Bahan:	1899	37
Procter & Judi	Staples Konsumen	1891	40
Keuangan Daerah	Keuangan	1968	32
Rohm & Haas	Bahan:	1927	38
Sigma-Aldrich	Bahan:	1970	28
Karya Stanley	Kebijaksanaan Konsumen	1877	37
Supervalu Inc.	Staples Konsumen	1936	36
Target Corp.	Kebijaksanaan Konsumen	1965	34
Energi TECO	Keperluan	1900	40
Bank AS	Keuangan	1999	35
VF Corp.	Kebijaksanaan Konsumen	1941	35
Toko Wah-Mart	Kebijaksanaan Konsumen	1973	29
Walgreen Co.	Staples Konsumen	1933	31

Sumber: Standard & Poor's
Corp. Data per 31/12/2002.

kurang dari 245 perusahaan dalam indeks S&P 500 memenuhi kriteria itu pada awal 2003, meninggalkan investor defensif daftar yang cukup untuk dipilih. (Jika Anda menggandakan rintangan pertumbuhan kumulatif menjadi 100%, atau rata-rata 7% pertumbuhan tahunan, maka 198 perusahaan melakukan cutoff.)

Rasio P/E sedang. Graham merekomendasikan untuk membatasi diri Anda pada saham yang harganya saat ini tidak lebih dari 15 kali pendapatan rata-rata selama tiga tahun terakhir. Luar biasa, praktik yang berlaku di Wall Street saat ini adalah menilai saham dengan membagi harga mereka saat ini dengan sesuatu yang disebut "pendapatan tahun depan". Itu memberikan apa yang kadang-kadang disebut "rasio P/E ke depan." Tapi tidak masuk akal untuk mendapatkan rasio harga/penghasilan dengan membagi harga saat ini yang diketahui dengan pendapatan masa depan yang tidak diketahui. Dalam jangka panjang, manajer uang David Dreman telah menunjukkan, 59% dari perkiraan pendapatan "konsensus" Wall Street meleset dari sasaran dengan margin yang sangat lebar—baik meremehkan atau melebih-lebihkan pendapatan aktual yang dilaporkan setidaknya 15%.² Menginvestasikan uang Anda berdasarkan apa yang diprediksi oleh para peramal rabun ini untuk tahun mendatang sama berisikonya dengan menjadi sukarelawan untuk mengangkat sasaran di turnamen panahan untuk orang buta secara hukum. Sebagai gantinya, hitung sendiri rasio harga/penghasilan saham, menggunakan rumus Graham tentang harga saat ini dibagi dengan pendapatan rata-rata selama tiga tahun terakhir.³

Pada awal tahun 2003, berapa banyak saham dalam indeks Standard & Poor's 500 yang dinilai tidak lebih dari 15 kali pendapatan rata-rata mereka. 2000 sampai 2002? Menurut Morgan Stanley, total 185 perusahaan lulus ujian Graham.

Rasio harga terhadap buku sedang. Graham merekomendasikan "rasio harga terhadap aset" (atau rasio harga terhadap nilai buku) tidak lebih dari 1,5. Dalam beberapa tahun terakhir, proporsi nilai perusahaan yang meningkat berasal dari aset tidak berwujud seperti waralaba, nama merek, dan paten serta merek dagang. Karena faktor-faktor ini (bersama dengan niat baik dari akuisisi) dikecualikan dari definisi standar nilai buku, sebagian besar perusahaan saat ini dihargai dengan kelipatan price-to-book yang lebih tinggi daripada di masa Graham. Menurut Morgan Stanley, 123 perusahaan di S&P 500 (atau satu dari empat) dihargai di bawah 1,5 kali nilai buku.

²David Dreman, "Gelembung dan Peran Prakiraan Analis," Jurnal Psikologi dan Pasar Keuangan, vol. 3, tidak. 1 (2002), hlm. 4–14.

³Anda dapat menghitung rasio ini secara manual dari laporan tahunan perusahaan atau memperoleh data di situs web seperti www.morningstar.com atau <http://keuangan.yahoo.com>.

Secara keseluruhan, 273 perusahaan (atau 55% dari indeks) memiliki rasio harga terhadap buku kurang dari 2,5.

Bagaimana dengan saran Graham agar Anda mengalikan rasio P/E dengan rasio harga terhadap buku dan melihat apakah angka yang dihasilkan di bawah 22,5? Berdasarkan data dari Morgan Stanley, setidaknya 142 saham di S&P 500 dapat lulus ujian itu pada awal 2003, termasuk Dana Corp., Electronic Data Systems, Sun Microsystems, dan Washington Mutual. Jadi "pengganda campuran" Graham masih berfungsi sebagai layar awal untuk mengidentifikasi saham dengan harga terjangkau.

UJI KELAYAKAN

Tidak peduli seberapa defensif Anda sebagai investor—dalam arti Graham ingin meminimalkan pekerjaan yang Anda lakukan untuk memilih saham—ada beberapa langkah yang tidak dapat Anda lewati:

Kerjakan pekerjaan rumah Anda. Melalui database EDGAR di www.detik.gov, Anda mendapatkan akses instan ke laporan tahunan dan triwulanan perusahaan, bersama dengan pernyataan proxy yang mengungkapkan kompensasi manajer, kepemilikan, dan potensi konflik kepentingan. Baca setidaknya lima tahun.⁴

Periksa lingkungan. Situs web seperti <http://quicktake.morningstar.com>, <http://finance.yahoo.com> dan www.quicken.com dapat dengan mudah memberi tahu Anda berapa persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi. Lebih dari 60% menunjukkan bahwa saham hampir tidak ditemukan dan mungkin "dimiliki berlebihan." (Ketika institusi besar menjual, mereka cenderung bergerak beriringan, dengan hasil yang buruk bagi saham. Bayangkan semua Radio City Rockettes jatuh dari tepi depan panggung sekaligus dan Anda mendapatkan idenya.) Situs web tersebut juga akan memberi tahu Anda siapa pemilik saham terbesar adalah. Jika mereka adalah perusahaan pengelola uang yang berinvestasi dengan gaya yang mirip dengan Anda, itu pertanda baik.

⁴Untuk lebih lanjut tentang apa yang harus dicari, lihat komentar di Bab 11, 12, dan 19. Jika Anda tidak bersedia melakukan upaya minimal untuk membaca proksi dan membuat perbandingan dasar kesehatan keuangan di seluruh laporan tahunan senilai lima tahun, maka Anda terlalu defensif untuk membeli saham individual

sama sekali. Keluar dari bisnis pemilihan saham dan masuk ke dana indeks, di mana Anda berada.

BAB 15

Pemilihan Saham untuk Investor yang Berwirausaha

Saya Dalam bab sebelumnya kita telah membahas pemilihan saham biasa dalam hal kelompok luas sekuritas yang memenuhi syarat, dari mana investor defensif bebas untuk membuat daftar apa pun yang dia atau penasihatnya lebih suka, asalkan diversifikasi yang memadai tercapai. Penekanan kami dalam pemilihan terutama pada pengecualian—menasihati di satu sisi terhadap semua masalah yang kualitas buruknya dapat dikenali, dan di sisi lain terhadap masalah kualitas tertinggi jika harganya begitu tinggi sehingga melibatkan risiko spekulatif yang cukup besar. Dalam bab ini, yang ditujukan kepada investor yang giat, kita harus mempertimbangkan kemungkinan dan cara membuat pilihan individu yang mungkin terbukti lebih menguntungkan daripada rata-rata keseluruhan.

Apa prospek untuk melakukan ini dengan sukses? Kami akan kurang jujur, seperti eufemisme, jika kami tidak sejak awal mengungkapkan beberapa keberatan serius pada skor ini. Pada awalnya, kasus untuk pemilihan yang berhasil tampak jelas. Untuk mendapatkan hasil rata-rata—misalnya, setara dengan kinerja DJIA—seharusnya tidak memerlukan kemampuan khusus apa pun. Yang dibutuhkan hanyalah sebuah portofolio yang identik dengan, atau serupa dengan, tiga puluh isu utama tersebut. Maka, tentu saja, dengan melatih bahkan tingkat keterampilan yang moderat—yang diperoleh dari studi, pengalaman, dan kemampuan asli—seharusnya dapat memperoleh hasil yang jauh lebih baik daripada DJIA.

Namun ada bukti yang cukup dan mengesankan yang menyatakan bahwa ini sangat sulit dilakukan, meskipun kualifikasi mereka yang mencobanya adalah yang tertinggi. Buktinya terletak pada catatan banyak perusahaan investasi, atau “dana”, yang telah beroperasi selama bertahun-tahun. Sebagian besar dana ini cukup besar untuk mendapatkan layanan dari analisis keuangan atau keamanan terbaik di lapangan, bersama dengan semua konstituen lain dari departemen penelitian yang memadai. Biaya operasi mereka, ketika menyebar

atas modal mereka yang cukup, rata-rata sekitar setengah dari 1% setahun di atasnya, atau kurang. Biaya ini tidak dapat diabaikan; tetapi jika dibandingkan dengan sekitar 15% keseluruhan pengembalian tahunan atas saham biasa pada umumnya pada dekade 1951-1960, dan bahkan pengembalian 6% pada tahun 1961-1970, mereka tidak terlalu besar. Sejumlah kecil kemampuan selektif yang unggul seharusnya dengan mudah mengatasi hambatan biaya itu dan membawa hasil bersih yang unggul bagi pemegang saham dana.

Namun, secara keseluruhan, dana saham biasa gagal selama rentang tahun yang panjang untuk mendapatkan pengembalian yang cukup baik seperti yang ditunjukkan pada rata-rata 500 saham Standard & Poor atau pasar secara keseluruhan. Kesimpulan ini telah dibuktikan oleh beberapa studi komprehensif. Mengutip yang terbaru sebelum kita, yang mencakup periode 1960-1968*:

Tampak dari hasil ini bahwa portofolio acak saham New York Stock Exchange dengan investasi yang sama di setiap saham berkinerja rata-rata lebih baik selama periode tersebut daripada reksa dana di kelas risiko yang sama. Perbedaannya cukup besar untuk portofolio berisiko rendah dan menengah (3,7% dan 2,5% masing-masing per tahun), tetapi cukup kecil untuk portofolio berisiko tinggi (0,2% per tahun).¹

Seperti yang kami tunjukkan dalam Bab 9, angka-angka komparatif ini sama sekali tidak membatalkan kegunaan dana investasi sebagai lembaga keuangan. Karena mereka menyediakan untuk semua anggota

* Penelitian Friend-Blume-Crockett mencakup Januari 1960, hingga Juni

1968, dan membandingkan kinerja lebih dari 100 reksa dana utama terhadap pengembalian portofolio yang dibangun secara acak dari lebih dari 500 saham terbesar yang terdaftar di NYSE. Dana dalam studi Friend-Blume-Crockett bekerja lebih baik dari tahun 1965 hingga 1968 daripada yang mereka miliki di paruh pertama periode pengukuran, seperti yang ditemukan Graham dalam penelitiannya sendiri (lihat di atas, hlm. 158 dan 229-232). Tapi perbaikan itu tidak bertahan lama. Dan dorongan dari penelitian ini—bahwa reksa dana, rata-rata, berkinerja buruk di pasar dengan margin yang kira-kira sama dengan biaya operasional dan biaya perdagangan mereka—telah ditegaskan ulang berkali-kali

sehingga siapa pun yang meragukannya harus menemukan bab keuangan The Flat Earth Masyarakat.

menginvestasikan publik kemungkinan memperoleh hasil rata-rata dari komitmen saham biasa mereka. Untuk berbagai alasan, sebagian besar anggota masyarakat yang menaruh uang mereka di saham biasa pilihan mereka sendiri gagal melakukannya dengan baik. Tetapi bagi pengamat objektif, kegagalan dana untuk memperbaiki kinerja rata-rata secara luas merupakan indikasi yang cukup meyakinkan bahwa pencapaian seperti itu, alih-alih mudah, sebenarnya sangat sulit.

Mengapa harus demikian? Kita dapat memikirkan dua penjelasan yang berbeda, yang masing-masing mungkin dapat diterapkan sebagian. Yang pertama adalah kemungkinan bahwa pasar saham sebenarnya mencerminkan harga saat ini tidak hanya semua fakta penting tentang kinerja perusahaan di masa lalu dan saat ini, tetapi juga ekspektasi apa pun yang dapat dibentuk secara wajar untuk masa depan mereka. Jika demikian halnya, maka beragam pergerakan pasar yang kemudian terjadi—dan ini sering kali ekstrem—pasti merupakan hasil dari perkembangan dan probabilitas baru yang tidak dapat diramalkan secara andal. Ini akan membuat pergerakan harga pada dasarnya kebetulan dan acak. Se jauh hal di atas benar, pekerjaan analisis keamanan—betapapun cerdas dan telitinya—pasti tidak efektif, karena pada dasarnya ia mencoba memprediksi hal-hal yang tidak dapat diprediksi.

Penggunaan jumlah analisis keamanan mungkin telah memainkan peran penting dalam membawa hasil ini. Dengan ratusan, bahkan ribuan, ahli mempelajari faktor nilai di balik saham biasa yang penting, wajar untuk mengharapkan bahwa harga saat ini akan mencerminkan cukup baik konsensus pendapat berdasarkan informasi tentang nilainya. Mereka yang lebih memilihnya daripada masalah lain akan melakukannya karena alasan keberpihakan pribadi atau optimisme yang bisa saja salah dan juga benar.

Kita sering memikirkan analogi antara pekerjaan tuan rumah analisis keamanan di Wall Street dan kinerja pemain jembatan utama di turnamen jembatan duplikat. Yang pertama mencoba memilih saham “yang paling mungkin berhasil”; yang terakhir untuk mendapatkan skor tertinggi untuk setiap tangan yang dimainkan. Hanya segelintir orang yang dapat mencapai kedua tujuan tersebut. Se jauh semua pemain bridge memiliki tingkat keahlian yang hampir sama, pemenang kemungkinan akan ditentukan oleh “break” dari berbagai macam daripada keterampilan yang unggul. Di Wall Street, proses perataan dibantu oleh freemasonry yang ada dalam profesi, di mana ide dan penemuan dibagikan dengan cukup bebas di berbagai acara kumpul-kumpul.

Hampir seolah-olah, di turnamen jembatan analog, berbagai ahli saling memandang dan berdebat masing-masing tangan saat dimainkan.

Kemungkinan kedua adalah jenis yang sangat berbeda. Mungkin banyak dari analis sekuritas yang dihambat oleh kelemahan dalam pendekatan dasar mereka terhadap masalah pemilihan saham. Mereka mencari industri dengan prospek pertumbuhan terbaik, dan perusahaan di industri ini dengan manajemen terbaik dan keunggulan lainnya. Implikasinya adalah mereka akan membeli industri dan perusahaan tersebut dengan harga berapa pun, betapapun tingginya, dan mereka akan menghindari industri dan perusahaan yang kurang menjanjikan tidak peduli seberapa rendah harga saham mereka. Ini akan menjadi satu-satunya prosedur yang benar jika pendapatan perusahaan-perusahaan yang baik pasti akan tumbuh dengan kecepatan tinggi tanpa batas di masa depan, karena secara teori nilainya tidak terbatas. Dan jika perusahaan yang kurang menjanjikan menuju kepunahan, tanpa penyelamatan,

Kebenaran tentang usaha korporat kami adalah sebaliknya. Sangat sedikit perusahaan yang mampu menunjukkan tingkat pertumbuhan yang tinggi tanpa gangguan untuk jangka waktu yang lama. Sangat sedikit, juga, dari perusahaan besar yang mengalami kepunahan akhir. Bagi sebagian besar, sejarah mereka adalah salah satu dari perubahan, pasang surut, perubahan dalam posisi relatif mereka. Dalam beberapa variasi "dari rag to rich and back" telah diulang hampir secara siklus — frasa yang digunakan untuk menjadi standar yang diterapkan pada industri baja — untuk yang lain, perubahan spektakuler telah diidentifikasi dengan penurunan atau peningkatan manajemen.*

Bagaimana pertanyaan di atas berlaku untuk investor giat yang ingin membuat pilihan individu yang akan menghasilkan hasil yang unggul? Ini menunjukkan pertama-tama bahwa dia mengambil

* Seperti yang kita bahas dalam komentar Bab 9, ada beberapa alasan lain reksa dana belum mampu mengungguli rata-rata pasar, termasuk pengembalian yang rendah pada saldo kas dana dan tingginya biaya penelitian dan perdagangan saham. Juga, dana yang memegang 120 perusahaan (angka tipikal) dapat mengikuti indeks saham S&P 500 jika salah satu dari yang lain

380 perusahaan dalam tolok ukur itu ternyata berkinerja hebat. Semakin sedikit saham yang dimiliki dana, semakin besar kemungkinannya untuk kehilangan "Microsoft berikutnya."

tugas yang sulit dan mungkin tidak praktis. Pembaca buku ini, betapapun cerdas dan berpengetahuannya, hampir tidak dapat berharap untuk melakukan pekerjaan yang lebih baik dalam pemilihan portofolio daripada analis top negara tersebut. Tetapi jika benar bahwa segmen pasar saham yang cukup besar sering didiskriminasi atau diabaikan sama sekali dalam pilihan analitis standar, maka investor yang cerdas mungkin berada dalam posisi untuk mendapatkan keuntungan dari hasil penilaian yang terlalu rendah.

Tetapi untuk melakukannya dia harus mengikuti metode khusus yang tidak diterima secara umum di Wall Street, karena metode yang diterima seperti itu tampaknya tidak memberikan hasil yang ingin dicapai semua orang. Akan agak aneh jika—dengan semua otak yang bekerja secara profesional di pasar saham—mungkin ada pendekatan yang baik dan relatif tidak populer. Namun karir dan reputasi kita sendiri didasarkan pada fakta yang tidak mungkin ini.*

Ringkasan Metode Graham-Newman

Untuk memberikan konkrit pada pernyataan terakhir, perlu diberikan penjelasan singkat tentang jenis operasi yang kami lakukan selama tiga puluh tahun kehidupan Graham-Newman Corporation, antara tahun 1926 dan 1956. Ini diklasifikasikan dalam catatan sebagai berikut:

Arbitrase: Pembelian sekuritas dan penjualan simultan

* Di bagian ini, seperti yang dia lakukan juga pada hlm. 363–364, Graham merangkum Hipotesis Pasar Efisien. Kebalikan dari penampilan baru-baru ini, masalah dengan pasar saham saat ini bukanlah karena begitu banyak analis keuangan yang bodoh, melainkan karena begitu banyak dari mereka yang sangat pintar. Karena semakin banyak orang pintar mencari penawaran di pasar, tindakan pencarian itu membuat penawaran itu semakin langka—dan, dalam paradoks yang kejam, membuat para analis tampak seolah-olah mereka tidak memiliki kecerdasan untuk membenarkan pencarian tersebut. Penilaian pasar atas saham tertentu adalah hasil dari operasi intelijen kolektif yang luas, berkesinambungan, dan real-time. Sebagian besar waktu, untuk sebagian besar saham, kecerdasan kolektif itu mendapatkan penilaian yang kurang lebih tepat. Jarang sekali "Mr. Pasar" (lihat Bab 8) membuat harga menjadi kacau balau.

Graham meluncurkan Graham-Newman Corp. pada Januari 1936, dan membubarkannya ketika dia pensiun dari pengelolaan uang aktif pada tahun 1956; itu adalah penerus kemitraan yang disebut Rekening Gabungan Benjamin Graham, yang dijalkannya dari Januari 1926, hingga Desember 1935.

dari satu atau lebih sekuritas lain yang akan ditukarkan berdasarkan rencana reorganisasi, merger, atau sejenisnya.

Likuidasi: Pembelian saham yang akan menerima satu atau lebih pembayaran tunai dalam likuidasi aset perusahaan.

Operasi dari dua kelas ini dipilih berdasarkan kembar (a) pengembalian tahunan yang dihitung sebesar 20% atau lebih, dan (b) penilaian kami bahwa peluang hasil yang sukses setidaknya empat dari lima.

Lindung Nilai Terkait: Pembelian obligasi konversi atau saham preferen yang dapat dikonversi, dan penjualan simultan saham biasa yang dapat ditukarkan. Posisi tersebut ditetapkan mendekati basis paritas—yaitu, dengan kerugian maksimum yang kecil jika isu senior benar-benar harus diubah dan operasi ditutup dengan cara itu. Tetapi keuntungan akan diperoleh jika saham biasa jatuh jauh lebih banyak daripada saham senior, dan posisi ditutup di pasar.

Masalah Net-Current-Aset (atau "Tawar-menawar"): Idennya di sini adalah untuk memperoleh sebanyak mungkin masalah dengan biaya untuk masing-masing kurang dari nilai bukunya dalam hal aset lancar bersih saja—yaitu, tidak memberikan nilai pada akun pabrik dan aset lainnya. Pembelian kami biasanya dilakukan pada dua pertiga atau kurang dari nilai aset yang dilucuti tersebut. Di sebagian besar tahun, kami melakukan diversifikasi yang luas di sini—setidaknya 100 masalah berbeda.

Kami harus menambahkan bahwa dari waktu ke waktu kami memiliki beberapa akuisisi skala besar dari jenis kontrol, tetapi ini tidak relevan dengan diskusi ini.

Kami terus melacak hasil yang ditunjukkan oleh setiap kelas operasi. Sebagai konsekuensi dari tindak lanjut ini, kami menghentikan dua bidang yang lebih luas, yang ternyata tidak menunjukkan hasil keseluruhan yang memuaskan. Yang pertama adalah pembelian isu-isu yang tampaknya menarik—berdasarkan analisis umum kami—yang tidak dapat diperoleh hanya dengan nilai modal kerjanya saja. Yang kedua adalah operasi lindung nilai "tidak terkait", di mana keamanan yang dibeli tidak dapat ditukar dengan saham biasa yang dijual. (Operasi semacam itu kira-kira sesuai dengan yang baru-baru ini dimulai oleh kelompok baru "dana lindung nilai" di bidang perusahaan investasi.* Dalam

* Lindung nilai "tidak terkait" melibatkan pembelian saham atau obligasi yang diterbitkan oleh satu perusahaan dan short-selling (atau bertaruh pada penurunan) keamanan yang diterbitkan oleh pihak lain.

kedua kasus studi tentang hasil yang kami realisasikan selama periode sepuluh tahun atau lebih membuat kami menyimpulkan bahwa keuntungan tidak cukup dapat diandalkan—dan operasinya tidak cukup “bukti sakit kepala”—untuk membenarkan kami melanjutkannya.

Oleh karena itu, mulai tahun 1939, operasi kami terbatas pada situasi "likuidasi sendiri", lindung nilai terkait, tawar-menawar modal kerja, dan beberapa operasi kontrol. Masing-masing kelas ini memberi kami hasil yang cukup memuaskan secara konsisten sejak saat itu, dengan fitur khusus bahwa lindung nilai terkait menghasilkan keuntungan yang baik di pasar beruang ketika "masalah undervalued" kami tidak berjalan dengan baik.

Kami ragu untuk meresepkan diet kami sendiri untuk sejumlah besar investor cerdas. Jelas, teknik profesional yang kami ikuti tidak cocok untuk investor defensif, yang menurut definisi adalah seorang amatir. Adapun investor agresif, mungkin hanya sebagian kecil dari mereka akan memiliki jenis temperamen yang diperlukan untuk membatasi diri mereka begitu parah hanya untuk bagian yang relatif kecil dari dunia sekuritas. Kebanyakan praktisi yang berpikiran aktif akan lebih memilih untuk menjelajah ke saluran yang lebih luas. Tempat berburu alami mereka adalah seluruh bidang sekuritas yang mereka rasa (a) tentu saja tidak dinilai terlalu tinggi oleh tindakan konservatif, dan (b) tampak jelas lebih menarik—karena prospek atau catatan masa lalu mereka, atau keduanya—daripada rata-rata saham biasa. . Dalam pilihan seperti itu, mereka sebaiknya menerapkan berbagai pengujian kualitas dan kewajaran harga di sepanjang garis yang telah kami usulkan untuk investor defensif. Tetapi mereka harus kurang fleksibel, memungkinkan nilai tambah yang cukup besar dalam satu faktor untuk mengimbangi tanda hitam kecil di faktor lain. Misalnya, dia mungkin tidak mengesampingkan sebuah perusahaan yang telah menunjukkan defisit pada tahun seperti 1970, jika pendapatan rata-rata yang besar dan atribut penting lainnya membuat saham terlihat murah. Investor yang berwirausaha mungkin membatasi pilihannya pada industri dan perusahaan yang menurut pandangannya optimis, tetapi kami sangat menyarankan untuk tidak membayar harga tinggi untuk sebuah saham (dalam kaitannya dengan pendapatan). Misalnya, dia mungkin tidak mengesampingkan perusahaan yang menunjukkan defisit pada tahun seperti 1970, jika pendapatan rata-rata yang besar dan atribut penting lainnya membuat saham terlihat murah. Investor yang berwirausaha mungkin

membatasi pilihannya pada industri dan perusahaan yang pandangannya optimistis, tetapi kami sangat menyarankan untuk tidak membayar harga tinggi untuk sebuah saham (dalam kaitannya dengan pendapatan).

perusahaan yang berbeda. Lindung nilai "terkait" melibatkan pembelian dan penjualan berbagai saham atau obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang sama. "Grup baru" dana lindung nilai yang dijelaskan oleh Graham tersedia secara luas sekitar tahun 1968, tetapi peraturan kemudian oleh Komisi Sekuritas dan Bursa AS membatasi akses ke dana lindung nilai untuk masyarakat umum.

ings dan aset) karena antusiasme tersebut. Jika dia mengikuti filosofi kami di bidang ini, dia kemungkinan besar akan menjadi pembeli perusahaan siklus penting—seperti saham baja mungkin—ketika situasi saat ini tidak menguntungkan, prospek jangka pendeknya buruk, dan harga rendah sepenuhnya mencerminkan pesimisme saat ini. *

Perusahaan Sekunder

Selanjutnya untuk pemeriksaan dan kemungkinan seleksi akan datang perusahaan sekunder yang menunjukkan kinerja yang baik, memiliki catatan masa lalu yang memuaskan, tetapi tampaknya tidak memiliki daya tarik bagi publik. Ini akan menjadi perusahaan di urutan eltra dan Emhart pada harga penutupan tahun 1970 mereka. (Lihat Bab 13 di atas.) Ada berbagai cara untuk menemukan perusahaan semacam itu. Kami ingin mencoba pendekatan baru di sini dan memberikan penjelasan yang cukup rinci tentang salah satu latihan seperti itu dalam pemilihan stok. Tujuan kami adalah tujuan ganda. Banyak dari pembaca kami mungkin menemukan nilai praktis yang substansial dalam metode yang akan kami ikuti, atau mungkin menyarankan metode yang sebanding untuk dicoba. Di luar itu, apa yang akan kita lakukan dapat membantu mereka untuk memahami dunia nyata saham biasa, dan memperkenalkan mereka pada salah satu volume kecil yang paling menarik dan berharga yang pernah ada. Ini adalah Standard & Poor's Stock Guide, diterbitkan setiap bulan, dan tersedia untuk umum dengan berlangganan tahunan. Selain itu, banyak perusahaan pialang mendistribusikan Panduan kepada klien mereka (berdasarkan permintaan.)

Sebagian besar Panduan diberikan ke sekitar 230 halaman informasi statistik yang diringkas tentang saham lebih dari 4.500 perusahaan. Ini termasuk semua masalah yang terdaftar di berbagai bursa, katakanlah 3.000, ditambah sekitar 1.500 masalah yang tidak terdaftar. Sebagian besar barang yang dibutuhkan untuk pandangan pertama dan bahkan kedua pada perusahaan tertentu muncul dalam ringkasan ini. (Dari sudut pandang kami, datum penting yang hilang adalah nilai aset bersih, atau nilai buku, per saham, yang dapat ditemukan dalam volume Standard & Poor yang lebih besar dan di tempat lain.)

* Pada tahun 2003, seorang investor cerdas yang mengikuti alur pemikiran Graham akan mencari peluang di industri teknologi, telekomunikasi, dan utilitas listrik. Sejarah telah menunjukkan bahwa pecundang kemarin sering kali adalah pemenang hari esok.

Investor yang suka bermain-main dengan tokoh perusahaan akan menemukan dirinya di semanggi dengan Panduan Saham. Dia dapat membuka halaman mana pun dan melihat di depan matanya panorama padat dari kemegahan dan kesengsaraan pasar saham, dengan harga tinggi dan rendah sepanjang masa hingga tahun 1936, jika tersedia. Dia akan menemukan perusahaan yang telah melipatgandakan harga mereka 2.000 kali dari harga yang sangat rendah hingga harga yang sangat tinggi. (Untuk IBM yang prestisius, pertumbuhannya "hanya" 333 kali dalam periode itu.) Dia akan menemukan (tidak terlalu luar biasa) sebuah perusahaan yang sahamnya naik dari 3 ke 68, dan kemudian turun kembali ke 3.² Di kolom catatan dividen, dia akan menemukan satu yang berasal dari tahun 1791—dibayar oleh Industrial National Bank of Rhode Island (yang baru-baru ini merasa cocok untuk mengubah nama perusahaan kunonya).^{*} Jika dia melihat Panduan untuk akhir tahun 1969 dia akan membaca bahwa Penn Central Co. (sebagai penerus Pennsylvania Railroad) telah membayar dividen dengan mantap sejak tahun 1848; sayangnya !, itu pasti akan bangkrut beberapa bulan kemudian. Dia akan menemukan sebuah perusahaan menjual hanya 2 kali pendapatan terakhir yang dilaporkan, dan yang lain menjual 99 kali lipat pendapatan tersebut.³ Dalam kebanyakan kasus, dia akan kesulitan membedakan lini bisnis dari nama perusahaan; untuk satu US Steel akan ada tiga yang disebut hal-hal seperti ITI Corp (bahan roti) atau Santa Fe Industries (terutama kereta api besar). Dia dapat menikmati berbagai macam sejarah harga, dividen dan pendapatan, posisi keuangan, pengaturan kapitalisasi, dan apa yang tidak. Konservatisme yang condong ke belakang, perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki ciri khas, kombinasi paling aneh dari "bisnis utama", semua jenis gadget dan widget Wall Street—semuanya ada di sana, menunggu untuk ditelusuri, atau dipelajari dengan serius. objektif.

Panduan memberikan dalam kolom terpisah hasil dividen saat ini dan rasio harga/pendapatan, berdasarkan angka 12 bulan terakhir, di mana pun berlaku. Item terakhir inilah yang menempatkan kita pada jalur latihan kita dalam pemilihan saham biasa.

* Korporasi penerus Industrial National Bank of Rhode Island adalah FleetBoston Financial Corp. Salah satu leluhur perusahaannya, Providence Bank, didirikan pada tahun 1791.

Menampi Panduan Stok

Misalkan kita mencari indikasi *prima facie* sederhana bahwa suatu saham itu murah. Petunjuk pertama yang terlintas dalam pikiran adalah harga yang rendah dalam kaitannya dengan pendapatan baru-baru ini. Mari kita buat daftar pendahuluan dari saham-saham yang terjual dengan kelipatan sembilan atau kurang pada akhir tahun 1970. Datum itu tersedia dengan mudah di kolom terakhir halaman bernomor genap. Untuk contoh ilustratif kita akan mengambil 20 saham pengganda rendah yang pertama; mereka mulai dengan edisi keenam yang terdaftar, Aberdeen Mfg. Co., yang menutup tahun pada 10%, atau 9 kali laba yang dilaporkan sebesar \$1,25 per saham untuk 12 bulan yang berakhir September 1970. Penerbitan kedua puluh adalah American Maize Products, yang ditutup pada 9%, juga dengan pengali 9.

Grup ini mungkin tampak biasa-biasa saja, dengan 10 edisi dijual di bawah \$10 per saham. (Fakta ini tidak terlalu penting; mungkin—belum tentu—memperingatkan investor defensif terhadap daftar semacam itu, tetapi kesimpulan untuk investor yang giat mungkin menguntungkan secara seimbang.)* Sebelum melakukan pemeriksaan lebih lanjut, mari kita hitung beberapa angka. Daftar kami mewakili sekitar satu dari sepuluh dari 200 masalah pertama yang dilihat. Atas dasar itu Panduan harus menghasilkan, katakanlah, 450 masalah yang dijual dengan pengganda di bawah 10. Ini akan membuat sejumlah kandidat untuk selektivitas lebih lanjut.

Jadi mari kita terapkan pada daftar kita beberapa kriteria tambahan, agak mirip dengan yang kami sarankan untuk investor defensif, tapi tidak terlalu parah. Kami menyarankan hal berikut:

1. Kondisi keuangan: (a) Aset lancar minimal $1\frac{1}{2}$ kali kewajiban lancar, dan (b) utang tidak lebih dari 110% dari aktiva lancar bersih (untuk perusahaan industri).

* Untuk investor saat ini, cutoff lebih mungkin sekitar \$1 per saham—tingkat di bawahnya banyak saham yang “dihapus daftar”, atau dinyatakan tidak memenuhi syarat untuk diperdagangkan di bursa utama. Memantau harga saham perusahaan-perusahaan ini saja bisa membutuhkan banyak usaha, membuatnya tidak praktis bagi investor defensif. Biaya perdagangan saham dengan harga rendah bisa sangat tinggi. Akhirnya, perusahaan dengan harga saham yang sangat rendah memiliki kecenderungan yang menyedihkan

untuk keluar dari bisnis. Namun, portofolio terdiversifikasi dari lusinan perusahaan yang tertekan ini mungkin masih menarik bagi beberapa investor yang giat hari ini.

2. Stabilitas pendapatan: Tidak ada defisit dalam lima tahun terakhir yang tercakup dalam Stock Guide.
3. Catatan dividen: Beberapa dividen saat ini.
4. Pertumbuhan pendapatan: Pendapatan tahun lalu lebih besar dari tahun 1966.
5. Harga: Kurang dari 120% aset berwujud bersih.

Angka pendapatan dalam Panduan umumnya untuk yang berakhir pada tanggal 30 September 1970, dan dengan demikian tidak termasuk apa yang mungkin merupakan kuartal yang buruk pada akhir tahun itu. Tapi investor yang cerdas tidak bisa meminta bulan—setidaknya tidak untuk memulai. Perhatikan juga bahwa kami tidak menetapkan batas bawah pada ukuran perusahaan. Perusahaan kecil mungkin memiliki keamanan yang cukup jika dibeli dengan hati-hati dan berdasarkan kelompok.

Ketika kami telah menerapkan lima kriteria tambahan, daftar 20 kandidat kami berkurang menjadi hanya lima. Mari kita lanjutkan pencarian kita sampai 450 edisi pertama dalam Panduan telah menghasilkan sedikit "portofolio" dari 15 saham yang memenuhi enam persyaratan kita. (Mereka disajikan dalam Tabel 15-1, bersama dengan beberapa data yang relevan.) Grup, tentu saja, disajikan hanya untuk ilustrasi, dan tidak harus dipilih oleh investor kami yang bertanya.

Faktanya adalah bahwa pengguna metode kami akan memiliki pilihan yang jauh lebih luas. Jika pendekatan penampi kita telah diterapkan pada semua

4.500 perusahaan di Stock Guide, dan jika rasio untuk sepersepuluh pertama tetap baik, kami akan mendapatkan sekitar 150 perusahaan yang memenuhi keenam kriteria seleksi kami. Investor yang sedang berwirausaha kemudian akan dapat mengikuti penilaiannya—atau keberpihakan dan prasangkanya—dalam membuat pilihan ketiga, katakanlah, satu dari lima dalam daftar yang cukup banyak ini.

Materi Panduan Saham mencakup "Peringkat Pendapatan dan Dividen", yang didasarkan pada stabilitas dan pertumbuhan faktor-faktor ini selama delapan tahun terakhir. (Dengan demikian daya tarik harga tidak masuk di sini.) Kami menyertakan peringkat S & P di Tabel 15-1 kami. Sepuluh dari 15 masalah diberi peringkat B+ (= rata-rata) dan satu (Jagung Amerika) diberi peringkat "tinggi" A. Jika investor giat kami ingin menambahkan kriteria mekanis ketujuh

untuk pilihannya, dengan mempertimbangkan hanya masalah yang diberi peringkat oleh Standar & Poor's sebagai rata-rata atau lebih baik dalam kualitas, ia mungkin masih memiliki sekitar 100 masalah seperti itu untuk dipilih. Orang mungkin mengatakan bahwa sekelompok masalah, setidaknya kualitas rata-rata, memenuhi kriteria kondisi keuangan juga, dibeli dengan pengganda rendah dari pendapatan saat ini dan di bawah nilai aset, harus menawarkan hasil investasi yang memuaskan.

**TABEL 15-1 Contoh Portofolio Industri Pengganda Rendah Saham**

(Lima Belas Isu Pertama dalam Stock Guide pada 31 Desember 1971, Rapat Enam Persyaratan)

	Harga Desem ber	diperol eh Peringkat Nilai 12 Bulan 1972	Harga Per Saham Buku Terakhir S & P Feb.		
Aberdeen Mfg.	10¼	\$1,25	\$9,33	B	13¼
Alba-Waldensian	6%	.68	9.06	B+	6%
Albert Inc.	8½	1.00	8.48	tidak ^s	14
Pabrik Sekutu	24½	2.68	24.38	B+	18¼
Saya. Produk Jagung.	9¼	1.03	10.68	SE	16½
Saya. Karet & Plastik	13¼	1.58	15.06	B	15
Saya. Mencium. & Ref.	27½	3.69	25.30	B+	23¼
anakonda	21	4.19	54.28	B+	19
Anderson Clayton	37¼	4.52	65.74	B+	52½
Pemanah-Daniels-Mid.	32½	3.51	31.35	B+	32½
Tembaga Bagdad	22	2.69	18.54	tidak ^s	32
DH Baldwin	28	3.21	28.60	B+	50
Toko Beruang Besar	18½	2.71	20.57	B+	39½
Binks Mfg.	15¼	1.83	14.41	B+	21½
Pasokan Bluefield	22¼	2.59	28.66	tidak ^s	39½ ^b

^snr = tidak diberi^bDisesuaikan untuk

Kriteria Tunggal untuk Memilih Saham Biasa

Pembaca yang ingin tahu mungkin bertanya apakah pilihan portofolio yang lebih baik daripada rata-rata dapat dibuat lebih sederhana daripada yang baru saja kita uraikan. Bisakah satu kriteria yang masuk akal digunakan untuk keuntungan yang baik—seperti rasio harga/penghasilan yang rendah, atau pengembalian dividen yang tinggi, atau nilai aset yang besar? Dua metode semacam ini yang kami temukan memberikan hasil yang cukup baik secara konsisten di masa lalu adalah (a) pembelian saham dengan pengganda rendah

dari perusahaan penting (seperti daftar DJIA), dan (b) pilihan sekelompok saham yang terdiversifikasi yang dijual di bawah aset lancar bersih mereka

nilai (atau nilai modal kerja). Kami telah menunjukkan bahwa kriteria pengali rendah yang diterapkan pada DJIA pada akhir tahun 1968 berjalan dengan buruk ketika hasilnya diukur hingga pertengahan tahun 1971. Catatan pembelian saham biasa yang dilakukan pada harga di bawah nilai modal kerja mereka tidak memiliki tanda yang buruk terhadapnya; kekurangannya di sini adalah mengeringnya kesempatan-kesempatan seperti itu selama sebagian besar dekade terakhir.

Bagaimana dengan basis pilihan lainnya? Dalam menulis buku ini kami telah membuat serangkaian "eksperimen", masing-masing berdasarkan satu kriteria yang cukup jelas. Data yang digunakan akan mudah ditemukan di Standard & Poor's Stock Guide. Dalam semua kasus, portofolio 30-saham diasumsikan telah diperoleh pada harga penutupan 1968 dan kemudian dinilai kembali pada 30 Juni 1971. Kriteria terpisah yang diterapkan adalah sebagai berikut, sebagaimana diterapkan pada pilihan acak: (1) Multi-plier pendapatan baru-baru ini (tidak terbatas pada masalah DJIA). (2) Pengembalian dividen yang tinggi. (3) Catatan dividen yang sangat panjang. (4) Sebuah perusahaan yang sangat besar, yang diukur dengan jumlah saham yang beredar. (5) Posisi keuangan yang kuat. (6) Harga rendah dalam dolar per saham. (7) Harga rendah dalam kaitannya dengan harga tinggi sebelumnya. (8) Peringkat kualitas tinggi oleh Standard & Poor's.

Perlu dicatat bahwa Stock Guide memiliki setidaknya satu kolom yang berkaitan dengan masing-masing kriteria di atas. Hal ini menunjukkan keyakinan penerbit bahwa masing-masing penting dalam menganalisis dan memilih saham biasa. (Seperti yang kami tunjukkan di atas, kami ingin melihat angka lain ditambahkan: nilai aset bersih per saham.)

Fakta terpenting yang muncul dari berbagai pengujian kami berkaitan dengan kinerja saham yang dibeli secara acak. Kami telah menguji kinerja ini untuk tiga portofolio 30-saham, masing-masing terdiri dari masalah yang ditemukan pada baris pertama dari 31 Desember 1968, Panduan Saham dan juga ditemukan dalam edisi untuk 31 Agustus 1971. Di antara dua tanggal ini S & Komposit P praktis tidak berubah, dan DJIA kehilangan sekitar 5%. Namun 90 masalah yang kami pilih secara acak menurun rata-rata 22%, tidak termasuk 19 masalah yang dikeluarkan dari Panduan dan mungkin menunjukkan kerugian yang lebih besar. Hasil komparatif ini tidak diragukan lagi mencerminkan kecenderungan masalah yang lebih

kecil dengan kualitas rendah untuk dinilai terlalu tinggi di pasar bull, dan tidak hanya mengalami penurunan yang lebih serius daripada masalah yang lebih kuat dalam keruntuhan harga berikutnya, tetapi juga untuk menunda pemulihan penuh mereka—dalam banyak kasus tanpa batas waktu. Pesan moral untuk orang cerdas

investor, tentu saja, untuk menghindari masalah kualitas kedua dalam membuat portofolio, kecuali—untuk investor yang giat—mereka adalah tawar-menawar yang dapat dibuktikan.

Hasil lain yang diperoleh dari studi portofolio kami dapat diringkaskan sebagai berikut:

Hanya tiga kelompok yang diteliti menunjukkan hasil yang lebih baik daripada komposit S&P (dan karenanya lebih baik daripada DJIA), yaitu: (1) Industri dengan peringkat kualitas tertinggi (A+). Ini canggi 9½% pada periode terhadap penurunan 2,4% untuk industri S&P, dan

5,6% untuk DJIA. (Namun, sepuluh masalah utilitas publik dengan peringkat A+ turun 18% terhadap penurunan 14% untuk indeks utilitas publik S&P 55-saham.) Patut dicatat bahwa peringkat S&P muncul dengan sangat baik dalam hal ini. tes tunggal. Dalam setiap kasus, portofolio berdasarkan peringkat yang lebih tinggi lebih baik daripada portofolio dengan peringkat lebih rendah. (2) Perusahaan dengan lebih dari 50 juta saham beredar tidak menunjukkan perubahan secara keseluruhan, dibandingkan dengan penurunan kecil untuk indeks. (3) Anehnya, saham yang dijual dengan harga tinggi per saham (di atas 100) menunjukkan sedikit kenaikan komposit (1%).

Di antara berbagai tes kami, kami membuat satu berdasarkan nilai buku, angka yang tidak diberikan dalam Panduan Stok. Di sini kami menemukan—bertentangan dengan filosofi investasi kami—bahwa perusahaan yang menggabungkan ukuran besar dengan komponen niat baik yang besar dalam harga pasar mereka berhasil secara keseluruhan dalam 2½-tahun memegang periode. (Yang kami maksud dengan "komponen niat baik" adalah bagian dari harga yang melebihi nilai buku.)* Daftar "raksasa niat baik" kami terdiri dari 30 edisi, yang masing-masing memiliki komponen niat baik lebih dari satu miliar dolar, mewakili lebih dari setengah harga pasarnya. Nilai pasar total barang-barang niat baik ini pada akhir tahun 1968 lebih dari

\$120 miliar! Terlepas dari penilaian pasar yang optimis ini, grup secara keseluruhan menunjukkan kenaikan harga per saham sebesar 15% antara Desember 1968 dan Agustus 1971, dan memberikan dirinya yang terbaik di antara daftar 20-aneh yang dipelajari.

Fakta seperti ini tidak boleh diabaikan dalam karya investasi

* Dalam istilah Graham, sejumlah besar niat baik dapat dihasilkan dari dua penyebab: sebuah perusahaan dapat mengakuisisi perusahaan lain secara substansial lebih dari nilai aset mereka, atau sahamnya sendiri dapat diperdagangkan secara substansial lebih dari nilai bukunya.

kebijakan. Jelas bahwa, setidaknya, momentum yang cukup besar melekat pada perusahaan-perusahaan yang menggabungkan kebijakan ukuran besar, rekor pendapatan masa lalu yang sangat baik, ekspektasi publik akan pertumbuhan pendapatan yang berkelanjutan di masa depan, dan aksi pasar yang kuat selama banyak masa lalu. bertahun-tahun. Bahkan jika harga mungkin tampak berlebihan menurut standar kuantitatif kami, momentum pasar yang mendasarinya mungkin membawa masalah seperti itu kurang lebih tanpa batas. (Tentu asumsi ini tidak berlaku untuk setiap masalah individu dalam kategori. Misalnya, pemimpin niat baik yang tak terbantahkan, IBM, turun dari 315 menjadi 304 dalam periode 30 bulan.) Sulit untuk menilai apa sejauh mana tindakan pasar superior yang ditunjukkan adalah karena manfaat investasi yang “benar” atau objektif dan sejauh mana popularitas yang telah lama mapan. Tidak diragukan lagi kedua faktor itu penting di sini. Jelas, baik aksi pasar jangka panjang dan baru-baru ini dari raksasa-raksasa yang berkehendak baik akan merekomendasikan mereka untuk diversifikasi portofolio saham biasa. Preferensi kami sendiri, bagaimanapun, tetap untuk jenis lain yang menunjukkan kombinasi faktor investasi yang menguntungkan, termasuk nilai aset setidaknya dua pertiga dari harga pasar.

Pengujian menggunakan kriteria lain menunjukkan secara umum bahwa daftar acak berdasarkan satu faktor yang menguntungkan lebih baik daripada daftar acak yang dipilih untuk faktor yang berlawanan—misalnya, masalah dengan pengali rendah memiliki penurunan yang lebih kecil dalam periode ini daripada masalah dengan pengali tinggi, dan masalah dengan pengali tinggi. pembayar dividen jangka kehilangan kurang dari mereka yang tidak membayar dividen pada akhir tahun 1968. Sejauh itu hasil mendukung rekomendasi kami bahwa masalah yang dipilih memenuhi kombinasi kriteria kuantitatif atau nyata.

Akhirnya kita harus mengomentari pertunjukan yang jauh lebih buruk yang dibuat oleh daftar kita secara keseluruhan dibandingkan dengan catatan harga komposit S&P. Yang terakhir ditimbang dengan ukuran masing-masing perusahaan, sedangkan pengujian kami didasarkan pada pengambilan satu saham dari setiap perusahaan. Jelas, penekanan yang lebih besar yang diberikan kepada perusahaan raksasa dengan metode S&P membuat perbedaan yang signifikan dalam hasil, dan menunjukkan sekali lagi stabilitas harga

mereka yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan “run-of-the-mine”.

Masalah Tawar-menawar, atau Saham Aktiva Lancar Bersih

Dalam pengujian yang dibahas di atas, kami tidak menyertakan hasil pembelian 30 edisi dengan harga kurang dari nilai aset lancar bersihnya. Alasannya adalah bahwa hanya segelintir, paling banyak, dari masalah seperti itu yang terjadi

ditemukan di Stock Guide pada akhir tahun 1968. Namun gambarnya berubah pada penurunan tahun 1970, dan pada harga rendah tahun itu sejumlah besar saham biasa dapat dibeli dengan harga di bawah nilai modal kerja mereka. Tampaknya selalu, dan masih tampak, sangat sederhana untuk mengatakan bahwa jika seseorang dapat memperoleh kelompok saham biasa yang terdiversifikasi dengan harga kurang dari aset lancar bersih yang berlaku saja — setelah dikurangi semua klaim sebelumnya, dan menghitung nol tetap dan aset lainnya—hasilnya pasti cukup memuaskan. Mereka begitu, menurut pengalaman kami, selama lebih dari 30 tahun—katakanlah, antara tahun 1923 dan 1957—tidak termasuk masa percobaan yang sebenarnya pada tahun 1930–1932.

Apakah pendekatan ini relevan pada awal tahun 1971? Jawaban kami adalah "ya" yang memenuhi syarat. Sebuah runover cepat dari Stock Guide akan menemukan sekitar 50 atau lebih masalah yang tampaknya dapat diperoleh pada atau di bawah nilai aset lancar bersih. Seperti yang diharapkan banyak dari ini telah melakukan buruk di tahun yang sulit 1970. Jika kita menghilangkan mereka yang telah melaporkan kerugian bersih dalam periode 12 bulan terakhir kita akan masih tersisa dengan masalah yang cukup untuk membuat diversifikasi daftar.

Kami telah memasukkan dalam Tabel 15-2 beberapa data tentang lima masalah yang dijual kurang dari nilai modal kerjanya* dengan harga rendah

TABEL 15-2 Saham Perusahaan Terkemuka yang Dijual Pada atau Di Bawah Aset Bersih-Lancar Valu di 1970

Perusahaan	Bersih-Arus-		Buku	diperole		Harga tinggi
	1970	Nilai aset		Per	Saat ini	
	Harga	Per	Per	Bagikan,	Dividen	Sebelum
pabrik	13	\$18	\$39,3	\$1,51	\$1,00	41½
Jantzen Inc.	11½	12	16.3	1.27	.60	37
Pers Nasional	21½	27	31.7	6.15	1.00	45
Pena Parker	9½	9½	16.6	1.62	.60	31½
titik barat						
Pepperell	16½	20½	39.4	1.82	1.50	64

* Secara teknis, nilai modal kerja suatu saham adalah aset lancar per saham, dikurangi kewajiban lancar per saham, dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Di sini, bagaimanapun, Graham berarti "nilai modal kerja bersih," atau nilai per-saham dari aset lancar dikurangi total kewajiban.

1970. Ini memberikan beberapa bahan untuk refleksi tentang sifat fluktuasi harga saham. Bagaimana bisa perusahaan mapan, yang mereknya terkenal di seluruh negeri, bisa dihargai dengan angka yang begitu rendah—pada saat yang sama ketika kekhawatiran lain (dengan pertumbuhan pendapatan yang lebih baik tentu saja) terjual miliaran? dolar melebihi apa yang ditunjukkan oleh neraca mereka? Mengutip "masa lalu" sekali lagi, gagasan niat baik sebagai elemen nilai tak berwujud biasanya dikaitkan dengan "nama dagang". Nama-nama seperti Lady Pepperell dalam sprei, Jantzen dalam pakaian renang, dan Parker dalam pena akan dianggap sebagai aset yang sangat berharga. Tapi sekarang, jika "pasar tidak menyukai perusahaan", tidak hanya nama dagang terkenal tetapi juga tanah, bangunan, mesin, dan apa pun yang Anda inginkan, semuanya tidak dapat dihitung dalam skalanya.

Ada kontras lain yang terlintas dalam pikiran. Ketika berjalan baik dan isu-isu baru siap dijual, penawaran saham yang tidak berkualitas sama sekali muncul. Mereka dengan cepat menemukan pembeli; harga mereka sering naik dengan antusias tepat setelah diterbitkan ke tingkat yang terkait dengan aset dan pendapatan yang akan membuat IBM, Xerox, dan Polaroid malu. Wall Street mengambil kegilaan ini dengan tenang, tanpa upaya terbuka oleh siapa pun untuk menghentikannya sebelum jatuhnya harga yang tak terhindarkan. (SEC tidak bisa berbuat lebih dari bersikeras pada pengungkapan informasi, yang publik spekulatif tidak peduli, atau mengumumkan penyelidikan dan biasanya tindakan hukuman ringan dari berbagai macam setelah surat hukum telah jelas dilanggar. .) Ketika banyak dari perusahaan yang sangat kecil tetapi sangat meningkat ini menghilang dari pandangan, atau hampir hilang, itu semua dianggap cukup filosofis sebagai "bagian dari permainan." Semua orang bersumpah akan pemborosan yang tidak bisa dimaafkan—sampai waktu berikutnya.

Terima kasih untuk kuliahnya, kata pembaca yang budiman. Tapi bagaimana dengan "masalah tawar-menawar" Anda? Bisakah seseorang benar-benar menghasilkan uang di dalamnya tanpa mengambil risiko serius? Ya memang, jika Anda dapat menemukan cukup banyak untuk membuat grup yang beragam, dan jika Anda tidak kehilangan kesabaran jika

* Le coeur a ses raisons que la raison ne connaît point. Bagian puitis ini adalah salah satu argumen penutup dalam diskusi teolog besar Prancis tentang apa yang kemudian dikenal sebagai “taruhan Pascal” (lihat komentar pada Bab 20).

mereka gagal untuk maju segera setelah Anda membelinya. Terkadang kesabaran yang dibutuhkan mungkin tampak cukup besar. Dalam edisi kami sebelumnya, kami mempertaruhkan satu contoh (hal. 188) yang terkini seperti yang kami tulis. Itu adalah Burton-Dixie Corp., dengan penjualan saham 20, melawan nilai aset lancar bersih 30, dan nilai buku sekitar 50. Keuntungan dari pembelian itu tidak akan langsung didapat. Tetapi pada bulan Agustus 1967 semua pemegang saham ditawarkan 53% untuk saham mereka, mungkin hanya tentang nilai buku. Seorang pemegang saham, yang telah membeli saham pada bulan Maret 1964 pada usia 20 akan mendapat untung sebesar 165% dalam 3½ tahun—pengembalian tahunan noncompounded 47%. Sebagian besar masalah tawar-menawar dalam pengalaman kami tidak membutuhkan waktu lama untuk menunjukkan keuntungan yang baik—juga tidak menunjukkan tingkat yang begitu tinggi. Untuk situasi yang agak mirip, saat ini kami menulis, lihat diskusi kami tentang Industri Presto Nasional di atas, hal. 168.

Situasi Khusus atau “Latihan”

Mari kita sentuh secara singkat area ini, karena secara teoritis termasuk dalam program operasi investor yang giat. Itu dikomentari di atas. Di sini kami akan memberikan beberapa contoh genre, dan beberapa komentar lebih lanjut tentang apa yang tampaknya ditawarkan kepada investor yang berpikiran terbuka dan waspada.

Tiga situasi seperti itu, antara lain, terjadi pada awal tahun 1971, dan dapat diringkas sebagai berikut:

Situasi 1. Akuisisi Kayser-Roth oleh Borden's. Di

Januari

1971 Borden Inc. mengumumkan rencana untuk memperoleh kendali atas Kayser-

Roth ("pakaian yang beragam") dengan memberikan 1% saham dari sahamnya sendiri di

ditukar dengan satu saham Kayser-Roth. Pada hari berikutnya, di perdagangan aktif. Borden ditutup pada 26 dan Kayser-Roth pada 28. Jika ada

"operator" telah membeli 300 saham Kayser-Roth dan menjual 400 Bor-

den pada harga ini dan jika kesepakatan itu kemudian diwujudkan pada

persyaratan yang diumumkan, dia akan mendapat untung sekitar 24% dari biaya sahamnya, dikurangi komisi dan beberapa item lainnya. asumsi-
ing kesepakatan telah melalui dalam enam bulan, keuntungan terakhirnya mungkin telah berada pada tingkat sekitar 40% per tahun.

Situasi 2. Pada bulan November 1970 National Biscuit Co. menawarkan kepada membeli kendali Aurora Plastics Co. seharga \$11 tunai. Saham itu dijual-
sekitar jam 8½; itu menutup bulan pada jam 9 dan terus menjual di sana pada akhir tahun. Di sini laba kotor yang ditunjukkan awalnya sekitar 25%, tunduk pada risiko ketidaksempurnaan dan elemen waktu.

Situasi 3. Universal-Marion Co., yang telah menghentikan operasi bisnisnya, meminta para pemegang sahamnya untuk meratifikasi pembubaran perusahaan tersebut. Bendahara menunjukkan bahwa saham biasa memiliki nilai buku sekitar \$28 $\frac{1}{2}$ per saham, yang sebagian besar berbentuk likuid. Saham ditutup tahun 1970 pada 21 $\frac{1}{2}$, menunjukkan kemungkinan laba kotor di sini, jika nilai buku direalisasikan dalam likuidasi, lebih dari 30%.

Jika operasi semacam ini, dilakukan atas dasar diversifikasi untuk menyebarkan risiko, dapat dihitung untuk menghasilkan keuntungan tahunan, katakanlah, 20% atau lebih baik, mereka tidak diragukan lagi akan lebih dari sekedar berharga. Karena ini bukan buku tentang "situasi khusus", kami tidak akan membahas detail bisnisnya — karena ini benar-benar bisnis. Mari kita tunjukkan dua perkembangan yang kontradiktif di sana dalam beberapa tahun terakhir. Di satu sisi, jumlah transaksi yang dapat dipilih telah meningkat pesat, dibandingkan dengan, katakanlah, sepuluh tahun yang lalu. Ini adalah konsekuensi dari apa yang disebut sebagai mania perusahaan untuk mendiversifikasi kegiatan mereka melalui berbagai jenis akuisisi, dll. Pada tahun 1970 jumlah "pengumuman merger" mengumpulkan beberapa 5.000, turun dari lebih dari 6.000 pada tahun 1969. Nilai total uang yang terlibat dalam kesepakatan ini berjumlah banyak, miliaran. Mungkin hanya sebagian kecil dari 5.000 pengumuman yang dapat memberikan peluang yang jelas untuk pembelian saham oleh orang dengan situasi khusus, tetapi bagian ini masih cukup besar untuk membuatnya sibuk belajar, memetik, dan memilih.

Sisi lain dari gambaran tersebut adalah bahwa proporsi merger yang diumumkan gagal untuk diselesaikan. Dalam kasus seperti itu, tentu saja, keuntungan yang diharapkan tidak terwujud, dan kemungkinan besar akan digantikan oleh kerugian yang kurang lebih serius. Alasan untuk tidak berhasil sangat banyak, termasuk intervensi antitrust, oposisi pemegang saham, perubahan "kondisi pasar," indikasi yang tidak menguntungkan dari studi lebih lanjut, ketidakmampuan untuk menyepakati rincian, dan lain-lain. Triknya di sini, tentu saja, adalah memiliki penilaian, didukung oleh pengalaman, untuk memilih transaksi yang paling mungkin berhasil dan juga yang kemungkinan besar akan menimbulkan kerugian terkecil jika gagal.*

* Sebagaimana dibahas dalam komentar pada Bab 7, arbitrase merger sepenuhnya tidak sesuai untuk sebagian besar investor individu.

Komentar Lebih Lanjut pada Contoh Di Atas

Kayser-Roth. Para direktur perusahaan ini telah menolak (pada Januari 1971) proposal Borden ketika bab ini ditulis. Jika operasi itu "dibatalkan" segera, kerugian keseluruhan, termasuk komisi, akan menjadi sekitar 12% dari biaya saham Kayser-Roth.

Aurora Plastik. Karena penampilan buruk perusahaan ini pada tahun 1970, persyaratan pengambilalihan dinegosiasikan kembali dan harganya diturunkan menjadi 10%. Saham tersebut dibayar pada akhir Mei. Tingkat pengembalian tahunan yang direalisasikan di sini adalah sekitar 25%.

Universal-Marion. Perusahaan ini segera melakukan distribusi awal tunai dan saham senilai sekitar \$7 per saham, mengurangi investasi untuk mengatakan 14%. Namun harga pasar turun serendah 13 selanjutnya, menimbulkan keraguan pada hasil akhir dari likuidasi.

Dengan asumsi bahwa tiga contoh yang diberikan cukup mewakili peluang "latihan atau arbitrase" secara keseluruhan pada tahun 1971, jelas bahwa mereka tidak menarik jika dilakukan secara acak. Ini telah menjadi lebih dari sebelumnya bidang bagi para profesional, dengan pengalaman dan penilaian yang diperlukan.

Ada sisi menarik pada contoh Kayser-Roth kami. Akhir tahun 1971 harga turun di bawah 20 sementara Borden menjual pada 25, setara dengan 33 untuk Kayser-Roth di bawah ketentuan penawaran pertukaran. Tampaknya para direktur telah membuat kesalahan besar dengan menolak kesempatan itu atau saham Kayser-Roth sekarang dinilai sangat rendah di pasar. Sesuatu untuk analisis keamanan untuk melihat ke dalam.

KOMENTAR CHAPTER 15

Sangat mudah di dunia untuk hidup menurut pendapat dunia; mudah dalam kesendirian untuk hidup setelah kita sendiri; tetapi orang hebat adalah dia yang di tengah-tengah keramaian menjaga dengan manisnya kesendirian yang sempurna.

—*Ralph Waldo Emerson*

PRA C T I C E, PRA C T I C E, PRA C T I C E

Max Heine, pendiri Reksa Dana Seri, suka mengatakan bahwa “ada banyak jalan menuju Yerusalem.” Apa yang dimaksud oleh pemetik saham yang ahli ini adalah bahwa metodenya yang berpusat pada nilai dalam memilih saham bukanlah satu-satunya cara untuk menjadi investor yang sukses. Dalam bab ini kita akan melihat beberapa teknik yang digunakan beberapa manajer keuangan terkemuka saat ini untuk memilih saham.

Namun, pertama-tama, perlu diulangi bahwa bagi sebagian besar investor, memilih saham individual tidak diperlukan—jika bukan tidak disarankan. Fakta bahwa sebagian besar profesional melakukan pekerjaan pengambilan stok yang buruk tidak berarti bahwa sebagian besar amatir dapat melakukannya dengan lebih baik. Sebagian besar orang yang mencoba memilih saham mengetahui bahwa mereka tidak sebaik yang mereka kira; yang paling beruntung menemukan ini sejak dini, sementara yang kurang beruntung membutuhkan waktu bertahun-tahun untuk mempelajarinya. Sebagian kecil investor dapat unggul dalam memilih saham mereka sendiri. Semua orang akan lebih baik mendapatkan bantuan, idealnya melalui dana indeks.

Graham menasihati para investor untuk berlatih terlebih dahulu, seperti halnya para atlet dan musisi terhebat pun berlatih dan berlatih sebelum setiap pertunjukan yang sebenarnya. Dia menyarankan memulai dengan menghabiskan satu tahun melacak dan memilih saham (tetapi tidak dengan uang sungguhan).¹Di zaman Graham, Anda akan

¹Patricia Dreyfus, “Analisis Investasi dalam Dua Pelajaran Mudah” (wawancara dengan Graham), *Money*, Juli, 1976, hlm. 36.

telah berlatih menggunakan buku besar dari pembelian dan penjualan hipotetis di atas landasan hukum; saat ini, Anda dapat menggunakan "pelacak portofolio" di situs web seperti www.morningstar.com, <http://keuangan.yahoo.com>, <http://uang.cnn.com/services/portfolio/> atau www.marketocracy.com (di situs terakhir, abaikan hype "penghancuran pasar" pada dana dan layanan lainnya).

Dengan menguji teknik Anda sebelum mencobanya dengan uang sungguhan, Anda dapat membuat kesalahan tanpa menimbulkan kerugian nyata, mengembangkan disiplin untuk menghindari perdagangan yang sering, membandingkan pendekatan Anda dengan pendekatan manajer uang terkemuka, dan mempelajari apa yang cocok untuk Anda. Yang terbaik dari semuanya, melacak hasil dari semua pilihan saham Anda akan mencegah Anda lupa bahwa beberapa firasat Anda ternyata buruk. Itu akan memaksa Anda untuk belajar dari pemenang dan pecundang Anda. Setelah satu tahun, ukur hasil Anda terhadap apa yang akan Anda lakukan jika Anda telah memasukkan semua uang Anda ke dalam dana indeks S&P 500. Jika Anda tidak menikmati eksperimen atau pilihan Anda buruk, tidak ada salahnya—memilih saham individual bukan untuk Anda. Dapatkan dana indeks untuk diri Anda sendiri dan berhenti membuang waktu Anda untuk memilih saham.

Jika Anda menikmati eksperimen dan mendapatkan pengembalian yang cukup baik, secara bertahap kumpulkan sekeranjang stok—tetapi batasi hingga maksimum 10% dari keseluruhan portofolio Anda (simpan sisanya dalam dana indeks). Dan ingat, Anda selalu dapat berhenti jika itu tidak lagi menarik bagi Anda atau pengembalian Anda menjadi buruk.

LIHAT INGUNDER THE RIGTH ROCKS

Jadi bagaimana Anda harus mencari saham yang berpotensi menguntungkan? Anda dapat menggunakan situs web seperti <http://finance.yahoo.com> dan www.morningstar.com untuk menyaring stok dengan filter statistik yang disarankan di Bab 14. Atau Anda dapat mengambil pendekatan yang lebih sabar dan terampil. Tidak seperti kebanyakan orang, banyak investor profesional terbaik pertama kali tertarik pada perusahaan ketika harga sahamnya turun, bukan naik. Christopher Browne dari Tweedy Browne Global Value Fund, William Nygren dari Oakmark Fund, Robert Rodriguez dari FPA Capital Fund, dan Robert Torray dari Torray Fund semuanya menyarankan untuk melihat daftar harian terendah baru 52 minggu di Wall Street Journal atau tabel serupa di bagian "Market Week" di Barron's.

Itu akan mengarahkan Anda ke saham dan industri yang ketinggalan zaman atau tidak disukai dan dengan demikian menawarkan potensi pengembalian yang tinggi begitu persepsi berubah.

Christopher Davis dari Dana Davis dan William Miller dari Legg

DARI OM E P S T O R O I C

Laba bersih atau laba per saham (EPS) telah terdistorsi dalam beberapa tahun terakhir oleh faktor-faktor seperti hibah opsi saham dan keuntungan dan biaya akuntansi. Untuk melihat seberapa banyak perusahaan benar-benar menghasilkan dari modal yang digunakan dalam bisnisnya, lihat melampaui EPS hingga ROIC, atau pengembalian modal yang diinvestasikan. Christopher Davis dari Davis Funds mendefinisikannya dengan rumus ini:

ROIC = Pendapatan Pemilik Modal yang

Diinvestasikan, di mana Pendapatan Pemilik

sama dengan:

Laba usaha

plus depresiasi

plus amortisasi goodwill

dikurangi Pajak penghasilan federal (dibayar dengan tarif rata-rata perusahaan)

dikurangi biaya opsi saham

dikurangi "pemeliharaan" (atau penting) belanja modal

dikurangi setiap pendapatan yang dihasilkan oleh tingkat pengembalian dana pensiun yang tidak berkelanjutan (mulai tahun 2003, lebih dari 6,5%)

dan di mana Modal yang Diinvestasikan sama dengan:

Total aset

dikurangi kas (serta investasi jangka pendek dan kewajiban lancar tanpa bunga)

plus biaya akuntansi masa lalu yang mengurangi modal yang diinvestasikan.

ROIC memiliki keutamaan untuk menunjukkan, setelah semua pengeluaran yang sah, apa yang diperoleh perusahaan dari operasi bisnisnya—dan seberapa efisien ia telah menggunakan uang pemegang saham untuk menghasilkan pengembalian itu. ROIC minimal 10% menarik; bahkan 6% atau 7% dapat menggoda jika perusahaan memiliki nama merek yang baik, manajemen yang fokus, atau berada di bawah cloud sementara.

Mason Value Trust ingin melihat peningkatan pengembalian modal yang diinvestasikan, atau ROIC—sebuah cara untuk mengukur seberapa efisien sebuah perusahaan menghasilkan apa yang disebut Warren Buffett sebagai "pendapatan pemilik".²(Lihat bilah sisi di hal. 398 untuk detail lebih lanjut.)

Dengan memeriksa "sebanding", atau harga di mana bisnis serupa telah diperoleh selama bertahun-tahun, manajer seperti Nygren dari Oakmark dan O. Mason Hawkins dari Mitra Longleaf mendapatkan pegangan yang lebih baik tentang nilai suku cadang perusahaan. Untuk investor individu, ini adalah pekerjaan yang melelahkan dan sulit: Mulailah dengan melihat catatan kaki "Segmen Bisnis" dalam laporan tahunan perusahaan, yang biasanya mencantumkan sektor industri, pendapatan, dan pendapatan setiap anak perusahaan. ("Diskusi dan Analisis Manajemen" juga dapat membantu.) Kemudian cari database berita seperti Factiva, ProQuest, atau LexisNexis untuk contoh perusahaan lain di industri yang sama yang baru saja diakuisisi. Menggunakan database EDGAR di www.sec.gov untuk menemukan laporan tahunan masa lalu mereka, Anda mungkin dapat menentukan rasio harga beli terhadap pendapatan perusahaan yang diakuisisi tersebut. Anda kemudian dapat menerapkan rasio itu untuk memperkirakan berapa banyak perusahaan pengakuisisi yang mungkin membayar untuk divisi serupa dari perusahaan yang Anda selidiki.

Dengan menganalisis masing-masing divisi perusahaan secara terpisah dengan cara ini, Anda mungkin dapat melihat apakah mereka lebih berharga daripada harga saham saat ini. Hawkins dari Longleaf suka menemukan apa yang dia sebut "60 sen dolar," atau perusahaan yang sahamnya diperdagangkan pada 60% atau kurang dari nilai yang dia nilai bisnisnya. Itu membantu memberikan margin keamanan yang ditekan Graham.

SIAPA BOS NYA?

Akhirnya, sebagian besar investor profesional terkemuka ingin melihat bahwa perusahaan dijalankan oleh orang-orang yang, dalam kata-kata William Nygren dari Oakmark, "berpikir seperti pemilik, bukan hanya manajer." Dua tes sederhana: Apakah laporan keuangan perusahaan mudah dimengerti, atau penuh dengan kebingungan? Apakah biaya "tidak berulang" atau "luar biasa" atau "tidak biasa" hanya itu, atau apakah mereka memiliki kebiasaan buruk yang berulang?

Mason Hawkins dari Longleaf mencari manajer perusahaan yang

Lihat komentar di Bab 11.

“mitra yang baik”—artinya mereka berkomunikasi secara terbuka tentang masalah, memiliki rencana yang jelas untuk mengalokasikan arus kas saat ini dan masa depan, dan memiliki saham yang cukup besar dalam saham perusahaan (sebaiknya melalui pembelian tunai daripada melalui pemberian opsi). Tetapi “jika manajemen berbicara lebih banyak tentang harga saham daripada tentang bisnis,” Robert Torray dari Torray Fund memperingatkan, “kami tidak tertarik.” Christopher Davis dari Davis Funds menyukai perusahaan yang membatasi penerbitan opsi saham hingga sekitar 3% dari saham yang beredar.

Di Vanguard Primecap Fund, Howard Schow melacak “apa yang dikatakan perusahaan satu tahun dan apa yang terjadi berikutnya. Kami ingin melihat tidak hanya apakah manajemen jujur dengan pemegang saham tetapi juga apakah mereka jujur dengan diri mereka sendiri.” (Jika seorang bos perusahaan bersikeras bahwa semuanya baik-baik saja ketika bisnis sedang lesu, hati-hati!) Saat ini, Anda dapat mendengarkan panggilan konferensi yang dijadwalkan secara rutin oleh perusahaan bahkan jika Anda hanya memiliki sedikit saham; untuk mengetahui jadwalnya, hubungi departemen hubungan investor di kantor pusat perusahaan atau kunjungi situs web perusahaan.

Robert Rodriguez dari FPA Capital Fund membuka halaman belakang laporan tahunan perusahaan, di mana kepala divisi operasinya terdaftar. Jika ada banyak pergantian nama-nama itu dalam satu atau dua tahun pertama rezim CEO baru, itu mungkin pertanda baik; dia sedang membersihkan kayu mati. Tetapi jika turnover tinggi terus berlanjut, turnaround mungkin berubah menjadi kekacauan.

KEEPI NGY OUR EYES ON THE ROAD

Bahkan ada lebih banyak jalan menuju Yerusalem daripada ini. Beberapa manajer portofolio terkemuka, seperti David Dreman dari Dreman Value Management dan Martin Whitman dari Third Avenue Funds, berfokus pada perusahaan yang menjual dengan kelipatan aset, pendapatan, atau arus kas yang sangat rendah. Lainnya, seperti Charles Royce dari Royce Funds dan Joel Tillinghast dari Fidelity Low-Priced Stock Fund, memburu perusahaan kecil yang dinilai terlalu rendah. Dan, untuk melihat sekilas tentang bagaimana investor paling dihormati saat ini, Warren Buffett, memilih perusahaan, lihat bilah sisi di hal. 401.

Satu teknik yang dapat membantu: Lihat manajer keuangan profesional terkemuka mana yang memiliki saham yang sama dengan Anda. Jika satu atau dua nama terus muncul, kunjungi situs web perusahaan dana tersebut

dan unduh laporan terbaru mereka. Dengan melihat saham lain yang dimiliki investor ini, Anda dapat mempelajari lebih lanjut tentang kualitas apa yang mereka miliki

WARREN'S WAY

Murid terbesar Graham, Warren Buffett, telah menjadi investor paling sukses di dunia dengan memberikan perubahan baru pada ide-ide Graham. Buffett dan rekannya, Charles Munger, telah menggabungkan "margin of safety" Graham dan keterpisahan dari pasar dengan penekanan inovatif mereka sendiri pada pertumbuhan di masa depan. Berikut adalah ringkasan yang terlalu singkat tentang pendekatan Buffett:

Dia mencari apa yang dia sebut perusahaan "waralaba" dengan merek konsumen yang kuat, bisnis yang mudah dipahami, kesehatan keuangan yang kuat, dan hampir monopoli di pasar mereka, seperti H&R Block, Gillette, dan Washington Post Co. Buffett suka mengambil keuntungan, saham ketika skandal, kerugian besar, atau berita buruk lainnya melewatinya seperti awan badai — seperti ketika dia membeli Coca-Cola segera setelah peluncuran "Coke Baru" yang membawa bencana dan kehancuran pasar tahun 1987. Dia juga ingin melihat manajer yang menetapkan dan memenuhi tujuan yang realistis; membangun bisnis mereka dari dalam daripada melalui akuisisi; mengalokasikan modal secara bijaksana; dan tidak membayar sendiri jackpot ratusan juta dolar dari opsi saham. Buffett bersikeras pada pertumbuhan pendapatan yang stabil dan berkelanjutan, sehingga perusahaan akan lebih bernilai di masa depan daripada saat ini.

Dalam laporan tahunannya, diarsipkan di www.berkshirehathaway.com, Buffett telah menetapkan pemikirannya seperti sebuah buku terbuka. Mungkin tidak ada investor lain, termasuk Graham, yang secara terbuka mengungkapkan lebih banyak tentang pendekatannya atau menulis esai yang menarik untuk dibaca. (Satu pepatah klasik Buffett: "Ketika manajemen dengan reputasi cemerlang menangani bisnis dengan reputasi ekonomi yang buruk, reputasi bisnislah yang tetap utuh.") Setiap investor yang cerdas dapat—dan harus—belajar dengan membaca kata-kata tuan ini sendiri.

memiliki kesamaan; dengan membaca komentar manajer, Anda mungkin mendapatkan ide tentang bagaimana meningkatkan pendekatan Anda sendiri.³

Apa pun teknik yang mereka gunakan dalam memilih saham, para profesional investasi yang sukses memiliki dua kesamaan: Pertama, mereka disiplin dan konsisten, menolak mengubah pendekatan mereka bahkan jika itu tidak modis. Kedua, mereka banyak berpikir tentang apa yang mereka lakukan dan bagaimana melakukannya, tetapi mereka sangat sedikit memperhatikan apa yang dilakukan pasar.

³Ada juga banyak buletin yang didedikasikan untuk menganalisis portofolio profesional, tetapi kebanyakan hanya membuang-buang waktu dan uang bahkan untuk investor yang paling giat sekalipun. Pengecualian untuk orang-orang yang dapat menyisihkan uangnya adalah Outstanding Investor Digest(www.oid.com).

BAB 16

Isu dan Waran yang Dapat Dikonversi

Cobligasi konversi dan saham preferen telah mengambil kepentingan utama dalam beberapa tahun terakhir di bidang pembiayaan senior. Sebagai perkembangan paralel, waran opsi saham—yang merupakan hak jangka panjang untuk membeli saham biasa dengan harga yang ditentukan—menjadi semakin banyak. Lebih dari separuh saham preferen yang sekarang dikutip dalam Standard & Poor's Stock Guide memiliki hak konversi, dan ini juga berlaku untuk sebagian besar pembiayaan obligasi korporasi pada tahun 1968–1970. Setidaknya ada 60 seri waran opsi saham yang berbeda yang ditangani di American Stock Exchange. Pada tahun 1970, untuk pertama kalinya dalam sejarahnya, New York Stock Exchange mencatatkan penerbitan waran jangka panjang, memberikan hak untuk membeli 31.400.000 American Tel. & Telp. saham di

\$52 masing-masing. Dengan "Mother Bell" sekarang memimpin prosesi itu, itu pasti akan ditambah oleh banyak pembuat surat perintah baru. (Seperti yang akan kita tunjukkan nanti, mereka adalah fabrikasi dalam lebih dari satu arti.)*

Dalam gambaran keseluruhan, isu-isu yang dapat dikonversi memiliki peringkat yang jauh lebih penting daripada waran, dan kami akan membahasnya terlebih dahulu. Ada dua aspek utama yang harus diperhatikan dari sudut pandang investor. Pertama, bagaimana peringkat mereka sebagai peluang dan risiko investasi? Kedua, bagaimana keberadaan mereka mempengaruhi nilai dari masalah saham biasa yang terkait?

Masalah konvertibel diklaim sangat menguntungkan bagi investor dan perusahaan penerbit. Investor menerima perlindungan superior dari obligasi atau saham preferen, ditambah kesempatan untuk berpartisipasi dalam kenaikan substansial dalam nilai

* Graham membenci waran, seperti yang dia jelaskan di hlm. 413–416.

saham biasa. Penerbit dapat meningkatkan modal dengan bunga moderat atau biaya dividen preferen, dan jika kemakmuran yang diharapkan terwujud, penerbit akan melepaskan kewajiban senior dengan menukarkannya menjadi saham biasa. Dengan demikian, kedua belah pihak yang melakukan tawar-menawar akan berjalan dengan sangat baik.

Jelas paragraf di atas harus melebih-lebihkan kasus di suatu tempat, karena Anda tidak dapat hanya dengan perangkat yang cerdas membuat tawar-menawar jauh lebih baik untuk kedua belah pihak. Sebagai imbalan atas hak konversi, investor biasanya menyerahkan sesuatu yang penting dalam kualitas atau hasil, atau keduanya.¹ Sebaliknya, jika perusahaan mendapatkan uangnya dengan biaya lebih rendah karena fitur konversi, ia menyerahkan sebagian dari klaim pemegang saham biasa untuk peningkatan di masa depan. Mengenai hal ini ada sejumlah argumen yang rumit untuk diajukan baik pro maupun kontra. Kesimpulan paling aman yang dapat dicapai adalah bahwa masalah yang dapat dikonversi sama seperti bentuk keamanan lainnya, dalam bentuk itu sendiri tidak menjamin daya tarik maupun ketidaktertarikan. Pertanyaan itu akan bergantung pada semua fakta seputar masalah individu.*

Kita tahu, bagaimanapun, bahwa kelompok isu konvertibel melayang selama bagian akhir dari pasar bull pasti akan menghasilkan hasil yang tidak memuaskan secara keseluruhan. (Sayangnya, pada periode optimis seperti itu, sebagian besar pembiayaan konversi telah dilakukan di masa lalu.) Konsekuensi buruk harus dihindari, dari waktu itu sendiri, karena penurunan luas di pasar saham harus selalu membuat hak istimewa konversi jauh lebih tidak menarik—dan seringkali, juga, mempertanyakan keamanan mendasar dari masalah itu sendiri.² Sebagai ilustrasi kelompok, kita akan mempertahankan contoh yang digunakan dalam

* Graham menunjukkan bahwa, terlepas dari retorika promosi yang biasanya didengar investor, obligasi konversi tidak secara otomatis menawarkan “yang terbaik dari kedua dunia.” Hasil yang lebih tinggi dan risiko yang lebih rendah tidak selalu berjalan beriringan. Apa yang diberikan Wall Street dengan satu tangan, biasanya diambil dengan tangan yang lain. Sebuah investasi mungkin menawarkan yang terbaik dari satu dunia, atau yang terburuk dari yang lain; tetapi yang terbaik dari kedua dunia jarang tersedia dalam satu paket.

Menurut Goldman Sachs dan Ibbotson Associates, dari tahun 1998 hingga 2002, konvertibel menghasilkan pengembalian tahunan rata-rata 4,8%. Itu jauh lebih baik daripada kerugian tahunan 0,6% pada saham AS, tetapi secara substansial lebih buruk daripada pengembalian obligasi korporasi jangka menengah (a

**TABEL 16-1 Catatan Harga Saham Preferen Baru Terbit
Dariditawarkan di 1946**

Perubahan Harga dari Harga Edisi	Masalah "Lurus"	Dapat dikonversi dan Berpartisipasi Masalah
ke Rendah hingga Juli 1947	(jumlah masalah)	
Tidak ada penurunan	7	0
Ditolak 0–10%	16	2
10–20%	11	6
20–40%	3	22
40% atau lebih	0	12
	37	42
Penurunan rata-rata	Sekitar 9%	Sekitar 30%

edisi pertama kami dari perilaku harga relatif dari preferensi konvertibel dan lurus (tidak dapat dikonversi) yang ditawarkan pada tahun 1946, tahun penutupan pasar bull sebelum pasar luar biasa yang dimulai pada tahun 1949.

Presentasi yang sebanding sulit dibuat selama bertahun-tahun 1967-1970, karena hampir tidak ada penawaran baru non-convertible pada tahun-tahun tersebut. Tetapi mudah untuk menunjukkan bahwa

penurunan harga rata-rata saham preferen konvertibel dari Desember

ber 1967 hingga Desember 1970 lebih besar dari itu untuk umum saham secara keseluruhan (yang hanya kehilangan 5%). Juga tampaknya convertible

telah melakukan sedikit lebih buruk daripada straight yang lebih tua yang disukai

saham selama periode Desember 1968 sampai Desember 1970, sebagaimana adanya

ditunjukkan oleh sampel 20 masalah dari masing-masing jenis pada Tabel 16-2. Ini

keuntungan tahunan 7,5%) dan obligasi korporasi jangka panjang (keuntungan tahunan 8,3%). Pada pertengahan 1990-an, menurut Merrill Lynch, sekitar \$15 miliar dalam bentuk konvertibel diterbitkan setiap tahun; pada tahun 1999, penanaman meningkat lebih dari dua kali lipat menjadi

\$39 miliar. Pada tahun 2000, \$58 miliar dalam bentuk konvertibel diterbitkan, dan pada tahun 2001, \$105 miliar lainnya muncul. Seperti yang diperingatkan Graham, sekuritas konvertibel selalu keluar dari pekerjaan mendekati akhir pasar bullish—terutama karena bahkan perusahaan berkualitas buruk pun kemudian memiliki pengembalian saham yang cukup tinggi untuk membuat fitur konversi tampak menarik.

TABEL 16-2 Catatan Harga Saham Preferen, Saham Biasa, dan Waran, Desember 1970 versus Desember 1968

(Berdasarkan Sampel Acak Masing-masing 20 Masalah)

	<i>Saham Preferen Lurus</i>		Mobil atap terbuka	Terdaftar	
	Dinilai A atau lebih baik	Dinilai Di bawah A	Lebih disukai Saham	Umum Saham	Terdaftar Waran
Rayuan	2	0	1	2	1
Tolak:					
0-10%	3	3	3	4	0
10-20%	14	10	2	1	0
20-40%	1	5	5	6	1
40% atau lebih	0	0	9	7	18
Rata-rata menurun	10%	17%	29%	33%	65%

(Indeks komposit Standard & Poor dari 500 saham biasa turun 11,3%.)

perbandingan akan menunjukkan bahwa sekuritas yang dapat dikonversi secara keseluruhan memiliki kualitas yang relatif buruk sebagai masalah senior dan juga terikat pada saham biasa yang lebih buruk daripada pasar umum kecuali selama kenaikan spekulatif. Pengamatan ini tidak berlaku untuk semua masalah konvertibel, tentu saja. Khususnya pada tahun 1968 dan 1969, cukup banyak perusahaan kuat yang menggunakan obligasi konversi untuk memerangi tingkat bunga yang sangat tinggi bahkan untuk obligasi kualitas pertama. Namun perlu diperhatikan bahwa dalam 20 sampel saham preferen konvertibel kami, hanya satu yang menunjukkan kenaikan dan 14 mengalami penurunan yang buruk.*

* Perubahan struktural baru-baru ini di pasar konvertibel telah meniadakan beberapa kritik ini. Saham preferen konvertibel, yang membentuk kira-kira setengah dari total pasar konvertibel pada zaman Graham, sekarang hanya menempati seperdelapan dari pasar. Jatuh tempo lebih pendek, membuat obligasi konversi kurang stabil, dan banyak sekarang membawa "perlindungan panggilan," atau jaminan terhadap penebusan awal. Dan lebih dari setengah dari semua convertible sekarang layak investasi, peningkatan yang signifikan

dalam kualitas kredit dari waktu Graham. Jadi, pada tahun 2002, Merrill Lynch All US Convertible Index kehilangan 8,6%—dibandingkan dengan 22,1% hilangnya indeks saham S&P 500 dan penurunan 31,3% pada Indeks saham gabungan NASDAQ.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari angka-angka ini bukanlah bahwa masalah yang dapat dikonversi itu sendiri kurang diinginkan daripada sekuritas yang tidak dapat dikonversi atau "lurus". Hal-hal lain dianggap sama, sebaliknya adalah benar. Tetapi kami dengan jelas melihat bahwa hal-hal lain tidak sama dalam praktiknya dan bahwa penambahan hak istimewa konversi sering—mungkin secara umum—mengkhianati tidak adanya kualitas investasi asli untuk masalah tersebut.

Memang benar, tentu saja, bahwa saham preferen konvertibel lebih aman daripada saham biasa dari perusahaan yang sama—artinya, risiko kerugian pokok yang akhirnya lebih kecil. Akibatnya mereka yang membeli konvertibel baru alih-alih saham biasa yang sesuai adalah logis sejauh itu. Tetapi dalam kebanyakan kasus, pembelian yang umum tidak akan menjadi pembelian yang cerdas untuk memulai, pada harga yang berlaku, dan substitusi dari preferensi konvertibel tidak cukup meningkatkan gambaran. Selain itu, banyak pembelian konvertibel dilakukan oleh investor yang tidak memiliki minat atau kepercayaan khusus pada saham biasa—yaitu, mereka tidak akan pernah berpikir untuk membeli saham biasa pada saat itu—tetapi yang tergoda oleh apa yang tampaknya merupakan kombinasi ideal dari klaim sebelumnya ditambah hak istimewa konversi yang mendekati pasar saat ini.

Berkaitan dengan kepemilikan konvertibel, ada masalah khusus yang tidak disadari oleh sebagian besar investor. Bahkan ketika keuntungan muncul itu membawa dilema dengan itu. Haruskah pemegang menjual dengan kenaikan kecil; haruskah dia bertahan untuk kemajuan yang jauh lebih besar; jika masalah itu disebut—seperti yang sering terjadi ketika saham biasa naik cukup tinggi—haruskah dia menjualnya atau mengubahnya menjadi dan mempertahankan saham biasa?*

Mari kita bicara secara konkret. Anda membeli obligasi 6% dengan harga 100, yang dapat diubah menjadi saham pada harga 25—yaitu, dengan harga 40 lembar saham untuk setiap obligasi \$1.000. Stoknya menjadi 30, yang membuat obligasi itu bernilai setidaknya 120, dan dijual dengan harga 125. Anda bisa menjual atau menahan. Jika Anda bertahan, berharap untuk harga yang lebih tinggi, Anda cukup banyak berada di posisi yang sama.

* Sebuah obligasi “dipanggil” ketika perusahaan penerbit secara paksa melunasinya sebelum tanggal jatuh tempo yang ditentukan, atau tanggal jatuh tempo terakhir untuk pembayaran bunga. Untuk ringkasan singkat tentang cara kerja obligasi konversi, lihat Catatan 1 dalam komentar bab ini (hal. 418).

mon pemegang saham, karena jika saham turun obligasi Anda akan turun juga. Seseorang yang konservatif kemungkinan besar akan mengatakan bahwa di atas 125 posisinya menjadi terlalu spekulatif, dan karena itu dia menjual dan menghasilkan keuntungan 25% yang memuaskan.

Sejauh ini bagus. Tapi mengejar masalah sedikit. Dalam banyak kasus di mana pemegangnya menjual dengan harga 125, saham biasa terus naik, membawa konvertibelnya, dan investor mengalami rasa sakit yang aneh yang datang kepada orang yang telah menjual terlalu banyak terlalu cepat. Lain kali, dia memutuskan untuk menahan 150 atau 200. Masalahnya naik ke 140 dan dia tidak menjual. Kemudian pasar pecah dan obligasinya turun menjadi 80. Sekali lagi dia telah melakukan hal yang salah.

Selain penderitaan mental yang terlibat dalam membuat tebakan buruk ini—dan tampaknya hampir tak terelakkan—ada kelemahan aritmatika yang nyata pada operasi dalam masalah yang dapat dikonversi. Dapat diasumsikan bahwa kebijakan penjualan yang tegas dan seragam pada 25% atau

Keuntungan 30% akan bekerja paling baik seperti yang diterapkan pada banyak kepemilikan. Ini kemudian akan menandai batas atas keuntungan dan akan direalisasikan hanya pada isu-isu yang berjalan dengan baik. Tetapi, jika—seperti yang tampak benar—masalah ini sering kali tidak memiliki keamanan mendasar yang memadai dan cenderung mengambang dan dibeli pada tahap akhir pasar bull, maka sebagian besar dari mereka akan gagal naik ke 125 tetapi tidak akan gagal runtuh ketika pasar berbalik ke bawah. Dengan demikian, peluang spektakuler dalam mobil konvertibel terbukti ilusi dalam praktiknya, dan keseluruhan pengalaman ditandai dengan kerugian substansial yang sama besarnya—setidaknya dari jenis sementara—dan juga keuntungan yang sama besarnya.

Karena panjangnya pasar bull 1950-1968 yang luar biasa, isu-isu konvertibel secara keseluruhan memberikan gambaran yang baik tentang diri mereka sendiri selama sekitar 18 tahun. Tapi ini hanya berarti bahwa sebagian besar saham biasa menikmati kemajuan besar, di mana sebagian besar masalah konvertibel dapat dibagikan. Kesehatan investasi dalam masalah konvertibel hanya dapat diuji dengan kinerjanya di pasar saham yang menurun—dan ini selalu terbukti mengecewakan secara keseluruhan.*

Dalam edisi pertama kami (1949) kami memberikan ilustrasi khusus ini

* Dalam beberapa tahun terakhir, saham konvertibel cenderung mengungguli indeks 500 saham Standard & Poor's selama pasar saham menurun, tetapi mereka memiliki kinerja yang buruk pada obligasi lain—yang melemah, tetapi tidak sepenuhnya meniadakan, kritik yang dibuat Graham di sini.

masalah "apa yang harus dilakukan" dengan convertible ketika naik. Kami percaya itu masih layak dimasukkan di sini. Seperti beberapa referensi kami, ini didasarkan pada operasi investasi kami sendiri. Kami adalah anggota dari "grup pilihan", terutama dana investasi, yang berpartisipasi dalam penawaran pribadi convertible $4\frac{1}{2}\%$ surat utang Eversharp Co. setara, dapat dikonversi menjadi saham biasa seharga \$40 per saham. Saham naik dengan cepat ke $65\frac{1}{2}\%$, dan kemudian (setelah pemisahan tiga-untuk-dua) menjadi setara dengan 88. Harga terakhir membuat obligasi konversi bernilai tidak kurang dari 220. Selama periode ini kedua penerbitan tersebut disebut dengan premi kecil; oleh karena itu mereka praktis semua diubah menjadi saham biasa, yang ditahan oleh sejumlah pembeli dana investasi asli dari surat utang tersebut. Harga segera mulai turun drastis, dan pada bulan Maret 1948 stok dijual serendah-rendahnya 7%. Ini mewakili nilai hanya 27 untuk masalah surat utang, atau kerugian 75% dari harga asli alih-alih keuntungan lebih dari 100%.

Maksud sebenarnya dari cerita ini adalah bahwa beberapa pembeli asli mengubah obligasi mereka menjadi saham dan menahan saham tersebut melalui penurunan yang besar. Dengan melakukan itu, mereka bertentangan dengan pepatah lama Wall Street, yang berbunyi: "Jangan pernah mengubah obligasi konversi." Mengapa saran ini? Karena begitu Anda mengonversi, Anda telah kehilangan kombinasi strategis dari penuntut sebelumnya atas bunga ditambah kesempatan untuk mendapatkan keuntungan yang menarik. Anda mungkin telah berubah dari investor menjadi spekulan, dan cukup sering pada waktu yang tidak menguntungkan (karena saham telah memiliki kemajuan yang besar). Jika "Jangan pernah mengubah konversi" adalah aturan yang baik, bagaimana bisa manajer dana berpengalaman ini menukar obligasi Eversharp mereka dengan saham, hingga kerugian memalukan berikutnya? Jawabannya, tidak diragukan lagi, adalah bahwa mereka membiarkan diri mereka terbawa oleh antusiasme terhadap prospek perusahaan serta oleh "aksi pasar yang menguntungkan" dari saham. Wall Street memiliki beberapa prinsip kehati-hatian; masalahnya adalah bahwa mereka selalu dilupakan ketika mereka paling dibutuhkan.* Oleh karena itu diktum terkenal lainnya dari zaman dahulu: "Lakukan apa yang saya katakan, bukan seperti yang saya lakukan."

Oleh karena itu, sikap umum kami terhadap isu-isu konvertibel baru adalah sikap yang tidak dapat dipercaya. Yang kami maksud di sini, seperti dalam pengamatan serupa lainnya,

* Kalimat ini bisa berfungsi sebagai batu nisan untuk pasar bull tahun 1990-an. Di antara "beberapa prinsip kehati-hatian" yang dilupakan investor adalah klise pasar seperti "Pohon tidak tumbuh ke langit" dan "Banteng menghasilkan uang, beruang menghasilkan uang, tetapi babi disembelih."

bahwa investor harus melihat lebih dari dua kali sebelum dia membelinya. Setelah pemeriksaan yang tidak bersahabat seperti itu, dia mungkin menemukan beberapa persembahan luar biasa yang terlalu bagus untuk ditolak. Kombinasi yang ideal, tentu saja, adalah konvertibel yang sangat aman, dapat ditukar dengan saham biasa yang menarik, dan dengan harga yang hanya sedikit lebih tinggi dari pasar saat ini. Sesekali muncul tawaran baru yang memenuhi persyaratan ini. Namun, berdasarkan sifat pasar sekuritas, Anda lebih mungkin menemukan peluang seperti itu dalam beberapa edisi lama yang telah berkembang menjadi posisi yang menguntungkan daripada dalam flotasi baru. (Jika masalah baru benar-benar kuat, kemungkinan besar tidak memiliki hak konversi yang baik.)

Keseimbangan yang baik antara apa yang diberikan dan apa yang ditahan dalam penerbitan konvertibel tipe standar diilustrasikan dengan baik oleh penggunaan jenis keamanan ini secara ekstensif dalam pembiayaan American Telephone & Telegraph Company. Antara tahun 1913 dan 1957 perusahaan menjual setidaknya sembilan edisi terpisah dari obligasi konversi, kebanyakan melalui hak berlangganan kepada pemegang saham. Obligasi konversi memiliki keuntungan penting bagi perusahaan dalam membawa kelas pembeli yang jauh lebih luas daripada yang tersedia untuk penawaran saham, karena obligasi tersebut populer di banyak lembaga keuangan yang memiliki sumber daya besar tetapi beberapa di antaranya tidak diizinkan untuk dijual. membeli saham. Pengembalian bunga obligasi umumnya kurang dari setengah hasil dividen yang sesuai pada saham — faktor yang dihitung untuk mengimbangi klaim sebelumnya dari pemegang obligasi. Karena perusahaan mempertahankan tingkat dividen \$9 selama 40 tahun (dari tahun 1919 hingga pemecahan saham pada tahun 1959), hasilnya adalah konversi akhirnya dari hampir semua masalah yang dapat dikonversi menjadi saham biasa. Jadi, para pembeli konvertibel ini telah bernasib baik selama bertahun-tahun—tetapi tidak sebaik jika mereka membeli modal saham di tempat pertama. Contoh ini menetapkan kesehatan American Telephone & Telegraph, tetapi bukan daya tarik intrinsik obligasi konversi. Untuk membuktikannya dalam praktik, kita perlu memiliki sejumlah contoh di mana convertible bekerja dengan baik meskipun saham biasa terbukti mengecewakan.

* AT&T Corp. tidak lagi merupakan penerbit obligasi konversi yang signifikan. Di antara emiten konvertibel terbesar saat ini adalah General Motors, Merrill Lynch, Tyco International, dan Roche.

Pengaruh Convertible Issues terhadap Status Saham Biasa

Dalam banyak kasus, convertible telah diterbitkan sehubungan dengan merger atau akuisisi baru. Mungkin contoh paling mencolok dari operasi keuangan ini adalah penerbitan oleh NVF Corp. hampir \$100.000.000 dari 5% obligasi konversi (ditambah waran) sebagai ganti sebagian besar saham biasa Sharon Steel Co. Kesepakatan luar biasa ini dibahas di bawah hlm. 429–433. Biasanya transaksi menghasilkan peningkatan pro forma dalam laba per saham biasa yang dilaporkan; saham naik sebagai tanggapan atas pendapatan mereka yang lebih besar, yang disebut, tetapi juga karena manajemen telah memberikan bukti energi, perusahaan, dan kemampuannya untuk menghasilkan lebih banyak uang bagi para pemegang saham.* Tetapi ada dua faktor yang mengimbangi, salah satunya yang praktis diabaikan dan yang lainnya sepenuhnya begitu di pasar yang optimis. Yang pertama adalah pengenceran aktual dari pendapatan saat ini dan masa depan pada saham biasa yang mengalir secara aritmatika dari hak konversi baru. Pengenceran ini dapat diukur dengan mengambil pendapatan baru-baru ini, atau dengan asumsi beberapa angka lain, dan menghitung laba per saham yang disesuaikan jika semua saham atau obligasi yang dapat dikonversi benar-benar dikonversi. Di sebagian besar perusahaan, pengurangan yang dihasilkan dalam angka per-saham tidak signifikan. Tetapi ada banyak pengecualian untuk pernyataan ini, dan ada bahaya bahwa mereka akan tumbuh pada tingkat yang tidak nyaman. “Konglomerat” yang berkembang pesat telah menjadi praktisi utama dari legerdemain konvertibel. Pada Tabel 16-3 kami mencantumkan tujuh perusahaan dengan sejumlah besar saham yang diterbitkan pada konversi atau terhadap waran. atau mengasumsikan beberapa angka lain, dan menghitung laba per saham yang disesuaikan jika semua saham atau obligasi yang dapat dikonversi benar-benar dikonversi. Di sebagian besar perusahaan, pengurangan yang dihasilkan dalam angka per-saham tidak signifikan. Tetapi ada banyak pengecualian untuk pernyataan ini, dan ada bahaya bahwa mereka akan tumbuh pada tingkat yang tidak nyaman. “Konglomerat” yang berkembang pesat telah menjadi praktisi utama dari legerdemain konvertibel. Pada Tabel 16-3 kami mencantumkan tujuh perusahaan dengan sejumlah besar saham yang diterbitkan pada konversi atau terhadap waran. atau mengasumsikan beberapa

angka lain, dan menghitung laba per saham yang disesuaikan jika semua saham atau obligasi yang dapat dikonversi benar-benar dikonversi. Di sebagian besar perusahaan, pengurangan yang dihasilkan dalam angka per-saham tidak signifikan. Tetapi ada banyak pengecualian untuk pernyataan ini, dan ada bahaya bahwa mereka akan tumbuh pada tingkat yang tidak nyaman. “Konglomerat” yang berkembang pesat telah menjadi praktisi utama dari legerdemain konvertibel. Pada Tabel 16-3 kami mencantumkan tujuh perusahaan dengan sejumlah besar saham yang diterbitkan pada konversi atau terhadap waran. dan ada bahaya bahwa mereka akan tumbuh pada tingkat yang tidak nyaman. “Konglomerat” yang berkembang pesat telah menjadi praktisi utama dari legerdemain konvertibel. Pada Tabel 16-3 kami mencantumkan tujuh perusahaan dengan sejumlah besar saham yang diterbitkan pada konversi atau terhadap waran. dan ada bahaya bahwa mereka akan tumbuh pada tingkat yang tidak nyaman. “Konglomerat” yang berkembang pesat telah menjadi praktisi utama dari legerdemain konvertibel. Pada Tabel 16-3 kami mencantumkan tujuh perusahaan dengan sejumlah besar saham yang diterbitkan pada konversi atau terhadap waran.

Peralihan Terindikasi dari Saham Biasa ke Saham Preferen

Selama beberapa dekade sebelumnya, katakanlah, 1956, saham biasa menghasilkan lebih banyak daripada saham preferen dari perusahaan yang sama; ini terutama

* Untuk pembahasan lebih lanjut tentang hasil keuangan “pro forma”, lihat komentar di Bab 12.

Dalam beberapa tahun terakhir, obligasi konversi telah banyak diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan di industri keuangan, perawatan kesehatan, dan teknologi.

TABEL 16-3 Perusahaan dengan Sejumlah Besar Masalah Konvertibel dan Warrants di Akhir 1969 (Berbagi dalam Ribuan)

	Tambahan Saham Biasa Diterbitkan Pada Konversi dari				Total
	Saham Biasa Beredar	Obliga si	Lebih disukai dari saham	Melawa n	Tambahan Saham Biasa
Avco Corp.	11.470	1.750	10.436	3.085	15.271
Teluk & Western Inc.	14.964	9.671	5.632	6.951	22.260
Telp Internasional & Ling-Temco-Vought	67.393	190	48.115		48.305
Jenderal Nasional	4.410 ^{sebuah}	1.180	685	7.564	9.429
Industri Barat Laut ^b	4.910	4.530		12.170	16.700
Amerika cepat	7.433		11.467	1.513	12.980
	3.591	426	1.503	8.000	9,929

^{sebuah}Termasuk "stok

^bPada akhir tahun 1970.

benar jika saham preferen memiliki hak konversi yang dekat dengan pasar. Kebalikannya umumnya benar saat ini. Akibatnya ada sejumlah besar saham preferen konversi yang jelas lebih menarik daripada saham biasa terkait. Pemilik saham biasa tidak akan rugi apa-apa dan keuntungan penting diperoleh dengan beralih dari saham junior mereka ke saham senior.

Contoh: Contoh tipikal disajikan oleh Studebaker-Worthington Corp. pada akhir tahun 1970. Saham biasa dijual seharga 57, sedangkan convertible \$ 5 lebih disukai selesai pada 87%. Setiap saham preferen dapat ditukar dengan 1½saham biasa, maka senilai 85%. Ini akan menunjukkan perbedaan uang yang kecil terhadap pembeli yang disukai. Tetapi dividen dibayarkan secara umum pada tingkat tahunan \$ 1,20 (atau \$ 1,80 untuk 1½saham), terhadap \$5 yang dapat diperoleh pada satu saham preferen. Jadi, perbedaan awal yang merugikan dalam harga mungkin akan terjadi dalam waktu kurang dari satu tahun, setelah itu perusahaan yang disukai mungkin akan mengembalikan hasil dividen yang jauh lebih tinggi daripada yang umum untuk beberapa waktu mendatang. Tetapi yang

paling penting, tentu saja, adalah posisi senior yang akan diperoleh pemegang saham biasa dari peralihan tersebut. Dengan harga murah

tahun 1968 dan lagi pada tahun 1970 yang disukai terjual 15 poin lebih tinggi dari

1½ saham biasa. Hak istimewa konversinya menjamin bahwa itu tidak pernah bisa menjual lebih rendah dari paket umum.²

Waran Opsi Saham

Mari kita tidak berbasa-basi di awal. Kami menganggap perkembangan waran opsi saham baru-baru ini sebagai penipuan yang hampir terjadi, ancaman yang ada, dan potensi bencana. Mereka telah menciptakan "nilai" dolar agregat besar dari udara tipis. Mereka tidak memiliki alasan untuk keberadaannya kecuali sejauh mereka menyesatkan spekulasi dan investor. Mereka harus dilarang oleh hukum, atau setidaknya dibatasi secara ketat pada sebagian kecil dari total kapitalisasi perusahaan.*

Untuk analogi dalam sejarah umum dan dalam literatur, kami merujuk pembaca ke bagian Faust (bagian 2), di mana Goethe menjelaskan penemuan uang kertas. Sebagai preseden buruk dalam sejarah Wall Street, kami dapat menyebutkan waran American & Foreign Power Co., yang pada tahun 1929 memiliki nilai pasar lebih dari satu miliar dolar, meskipun mereka hanya muncul dalam catatan kaki di neraca perusahaan. . Pada tahun 1932 miliar dolar ini telah menyusut menjadi

\$8 juta, dan pada tahun 1952 waran dihapuskan dalam rekapitalisasi perusahaan—walaupun tetap dapat dilunasi.

Awalnya, waran opsi saham kadang-kadang dilampirkan pada penerbitan obligasi, dan biasanya setara dengan hak konversi parsial. Mereka tidak penting dalam jumlah, dan karenanya tidak membahayakan. Penggunaannya meluas pada akhir 1920-an, bersama dengan banyak pelanggaran keuangan lainnya, tetapi mereka menghilang dari pandangan selama bertahun-tahun setelahnya. Mereka pasti akan muncul lagi, seperti uang receh mereka, dan sejak 1967 mereka telah menjadi "alat musik yang akrab".

* Waran adalah teknik keuangan perusahaan yang sangat tersebar luas di abad kesembilan belas dan cukup umum bahkan di zaman Graham. Sejak itu mereka telah berkurang kepentingan dan popularitasnya—salah satu dari sedikit perkembangan terakhir yang akan memberikan kesenangan tanpa pamrih kepada Graham. Sampai akhir tahun

2002, hanya ada tujuh masalah waran yang tersisa di New York Stock Exchange—hanya sisa-sisa pasar yang samar. Karena waran tidak lagi umum digunakan oleh perusahaan besar, investor saat ini harus membaca sisa bab Graham hanya untuk melihat bagaimana logikanya bekerja.

keuangan." Sebenarnya prosedur standar telah dikembangkan untuk meningkatkan modal bagi usaha real estat baru, afiliasi bank-bank besar, dengan menjual unit saham biasa dalam jumlah yang sama dan waran untuk membeli saham biasa tambahan dengan harga yang sama. Contoh: In

1971 CleveTrust Realty Investors menjual 2.500.000 dari kombinasi saham biasa ini (atau "saham kepentingan yang menguntungkan") dan waran, seharga \$20 per unit.

Mari kita pertimbangkan sejenak apa yang sebenarnya terlibat dalam pengaturan keuangan ini. Biasanya, masalah saham biasa memiliki hak pertama untuk membeli saham biasa tambahan ketika direktur perusahaan merasa diinginkan untuk meningkatkan modal dengan cara ini. Apa yang disebut "Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu" ini merupakan salah satu unsur nilai yang masuk ke dalam kepemilikan saham biasa—bersama dengan hak untuk menerima dividen, untuk berpartisipasi dalam pertumbuhan perusahaan, dan untuk memilih direktur. Ketika waran terpisah diterbitkan untuk hak untuk mengambil modal tambahan, tindakan itu menghilangkan sebagian dari nilai yang melekat pada saham biasa biasa dan memindahkannya ke sertifikat terpisah. Hal serupa dapat dilakukan dengan menerbitkan sertifikat tersendiri untuk hak menerima dividen (untuk jangka waktu terbatas atau tidak terbatas), atau hak untuk mengambil bagian dalam hasil penjualan atau likuidasi perusahaan, atau hak untuk memilih saham. Lalu mengapa waran berlangganan ini dibuat sebagai bagian dari struktur modal asli? Hanya karena orang tidak ahli dalam masalah keuangan. Mereka tidak menyadari bahwa saham biasa bernilai lebih rendah dengan waran yang beredar daripada yang lain. Oleh karena itu, paket saham dan waran biasanya memiliki harga yang lebih baik di pasar daripada saham itu sendiri. Perhatikan bahwa dalam laporan perusahaan biasa, pendapatan per saham (atau telah) dihitung tanpa penyisihan yang tepat untuk efek waran yang beredar. Hasilnya, tentu saja, melebih-lebihkan hubungan yang sebenarnya antara pendapatan dan nilai pasar dari kapitalisasi perusahaan.* Lalu mengapa waran berlangganan ini dibuat sebagai bagian dari struktur modal asli? Hanya karena orang tidak ahli dalam masalah keuangan. Mereka tidak menyadari bahwa saham biasa bernilai lebih rendah dengan waran yang beredar daripada yang lain. Oleh karena itu, paket saham dan waran biasanya memiliki harga yang lebih baik di pasar daripada saham itu sendiri. Perhatikan bahwa dalam laporan perusahaan

biasa, pendapatan per saham (atau telah) dihitung tanpa penyisihan yang tepat untuk efek waran yang beredar. Hasilnya, tentu saja, melebih-lebihkan hubungan yang sebenarnya antara pendapatan dan nilai pasar dari kapitalisasi perusahaan.* Lalu mengapa waran berlangganan ini dibuat sebagai bagian dari struktur modal asli? Hanya karena orang tidak ahli dalam masalah keuangan. Mereka tidak menyadari bahwa saham biasa bernilai lebih rendah dengan waran yang beredar daripada yang lain. Oleh karena itu, paket saham dan waran biasanya memiliki harga yang lebih baik di pasar daripada saham itu sendiri. Perhatikan bahwa dalam laporan perusahaan biasa, pendapatan per saham (atau telah) dihitung tanpa penyisihan yang tepat untuk efek waran yang beredar. Hasilnya, tentu saja, melebih-lebihkan hubungan yang sebenarnya antara pendapatan dan nilai pasar dari kapitalisasi perusahaan.* Mereka tidak menyadari bahwa saham biasa bernilai lebih rendah dengan waran yang beredar daripada yang lain. Oleh karena itu, paket saham dan waran biasanya memiliki harga yang lebih baik di pasar daripada saham itu sendiri. Perhatikan bahwa dalam laporan perusahaan biasa, pendapatan per saham (atau telah) dihitung tanpa penyisihan yang tepat untuk efek waran yang beredar. Hasilnya, tentu saja, melebih-lebihkan hubungan yang sebenarnya antara pendapatan dan nilai pasar dari kapitalisasi perusahaan.*

* Hari ini, sisa aktivitas terakhir dalam waran ada di tangki septic "papan buletin" NASDAQ, atau pasar over-the-counter untuk perusahaan kecil, di mana saham biasa sering digabungkan dengan waran ke dalam "unit" (con- setara sementara dari apa yang Graham sebut "paket"). Jika seorang pialang saham pernah menawarkan untuk menjual "unit" kepada Anda di perusahaan mana pun, Anda dapat yakin 95% bahwa waran terlibat, dan setidaknya 90% yakin bahwa pialang tersebut adalah pencuri atau idiot. Pialang dan perusahaan yang sah tidak memiliki bisnis di bidang ini.

Metode paling sederhana dan mungkin terbaik untuk memungkinkan keberadaan waran adalah dengan menambahkan nilai pasar yang setara dengan kapitalisasi saham biasa, sehingga meningkatkan harga pasar "sebenarnya" per saham. Jika waran dalam jumlah besar telah diterbitkan sehubungan dengan penjualan sekuritas senior, biasanya dilakukan penyesuaian dengan mengasumsikan bahwa hasil pembayaran saham digunakan untuk menarik kembali obligasi atau saham preferen terkait. Metode ini tidak memungkinkan secara memadai untuk "nilai premium" biasa dari suatu waran di atas nilai yang dapat dilaksanakan. Di meja 16-4 kita membandingkan pengaruh kedua metode perhitungan dalam kasus National General Corp. untuk tahun 1970.

Apakah perusahaan itu sendiri memperoleh keuntungan dari pembuatan waran ini, dalam arti bahwa mereka menjaminkannya dengan cara tertentu menerima modal tambahan ketika dibutuhkan? Sama sekali tidak. Biasanya tidak ada cara di mana perusahaan dapat meminta pemegang waran untuk menggunakan hak mereka, dan dengan demikian memberikan modal baru kepada perusahaan, sebelum tanggal berakhirnya waran. Sementara itu, jika perusahaan ingin memperoleh tambahan dana saham biasa, ia harus menawarkan saham tersebut kepada pemegang sahamnya dengan cara biasa—yang berarti agak di bawah harga pasar yang berlaku. Surat perintah tidak membantu dalam operasi semacam itu; mereka hanya memperumit situasi dengan sering meminta revisi ke bawah dalam harga langganan mereka sendiri. Sekali lagi kami menegaskan bahwa masalah besar dari waran opsi saham tidak ada gunanya,

Uang kertas yang akrab dengan Goethe, ketika dia menulis *Faust*-nya, adalah tugas Prancis yang terkenal yang disambut sebagai penemuan luar biasa, dan pada akhirnya ditakdirkan untuk kehilangan semua nilainya—seperti halnya uang kertas Amerika senilai miliaran dolar.

& Surat Kuasa Asing.* Beberapa pernyataan penyair berlaku

* The "assignats Perancis terkenal" dikeluarkan selama Revolusi

1789. Awalnya adalah utang pemerintah Revolusioner, yang konon dijamin dengan nilai real estat yang direbut kaum radikal dari gereja Katolik dan kaum bangsawan. Tetapi kaum Revolusioner adalah manajer keuangan yang buruk. Pada tahun 1790, tingkat bunga atas penugasan dipotong; segera mereka berhenti membayar bunga sepenuhnya dan direklasifikasi sebagai uang kertas. Tetapi pemerintah menolak untuk menebusnya

dengan emas atau perak dan mengeluarkan sejumlah besar penugasan baru. Mereka secara resmi dinyatakan tidak berharga pada tahun 1797.

TABEL 16-4 Perhitungan “Harga Pasar Sebenarnya” dan Disesuaikan Rasio Harga/Penghasilan Saham Biasa dengan Besar Jumlah dari Wjaminan Luar biasa

(Contoh: National General Corp. pada Juni 1971)

1. Perhitungan “Harga Pasar Sebenarnya”.

Nilai pasar dari 3 penerbitan waran, 30 Juni 1971 \$94.000.000

Nilai waran per lembar saham biasa \$18,80

Harga saham biasa saja 24,50

Harga biasa yang dikoreksi, disesuaikan untuk waran 43,30

2. Perhitungan Rasio P/E untuk Memungkinkan Pengenceran Waran

	<i>Sebelum Setelah Waran Pengenceran</i>		
(1970 penghasilan)	<i>Menjamin</i>	<i>perusahaan</i>	<i>Kita</i>
A. Sebelum Item Khusus.	<i>Pengencer</i>	<i>Perhitungan</i>	<i>Perhitungan</i>
Hasilkan per saham	\$2,33	\$ 1,60	\$2,33
Harga umum	24.50	24.50	43.30
rasio P/E	10.5	15.3	18.5
B. Setelah Item Khusus.			
Hasilkan per saham	\$ 0,90	\$1,33	\$ 0,90
Harga umum	24.50	24.50	43.30
rasio P/E	27.2	18.4	48.1

Perhatikan bahwa, setelah biaya khusus, efek dari perhitungan perusahaan adalah meningkatkan laba per saham dan mengurangi rasio P/E. Ini jelas tidak masuk akal. Dengan metode yang kami sarankan, efek pengenceran adalah meningkatkan P/E rasio substansial, sebagaimana mestinya.

sama baiknya dengan satu penemuan atau lainnya—seperti berikut ini (dalam Terjemahan Bayard Taylor):

Faust: Imajinasi dalam penerbangan tertingginya

Mengerahkan dirinya sendiri tetapi tidak dapat menangkapnya dengan baik.

Mephistopheles (penemu): Jika seseorang membutuhkan koin,
pialang siap

berdiri

Si Bodoh (akhimya): Kertas ajaib...!

Naskah Praktis

Kejahatan dari waran adalah “telah lahir”.* Begitu lahir, waran tersebut berfungsi sebagai bentuk jaminan lainnya, dan menawarkan peluang untung dan rugi. Hampir semua waran yang lebih baru berlaku untuk waktu yang terbatas—umumnya antara lima dan sepuluh tahun. Waran yang lebih tua seringkali abadi, dan mereka cenderung memiliki sejarah harga yang menarik selama bertahun-tahun.

Contoh: Buku catatan akan menunjukkan bahwa Waran Tri-Continental Corp., yang berasal dari tahun 1929, dijual dengan harga masing-masing 1/32 dolar di kedalaman depresi. Dari perkebunan rendah itu harganya naik menjadi 75 yang luar biasa³pada tahun 1969, kemajuan astronomi sekitar 242.000%. (Waran kemudian dijual jauh lebih tinggi daripada saham itu sendiri; ini adalah hal yang terjadi di Wall Street melalui perkembangan teknis, seperti pemecahan saham.) Contoh terbaru diberikan oleh waran Ling-Temco-Vought, yang pada awalnya setengah tahun 1971 maju dari 2½ ke 12½—dan kemudian jatuh kembali ke 4.

Tidak diragukan lagi, operasi yang cerdas dapat dilakukan dalam surat perintah dari waktu ke waktu, tetapi ini adalah masalah yang terlalu teknis untuk dibahas di sini. Kita dapat mengatakan bahwa waran cenderung menjual relatif lebih tinggi daripada komponen pasar terkait yang terkait dengan hak konversi obligasi atau saham preferen. Sejauh itu ada argumen yang valid untuk menjual obligasi dengan waran yang dilampirkan daripada menciptakan faktor pengenceran yang setara dengan penerbitan yang dapat dikonversi. Jika total waran relatif kecil, tidak ada gunanya menganggap aspek teoretisnya terlalu serius; jika masalah waran relatif besar terhadap saham yang beredar, itu mungkin menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kapitalisasi senior yang sangat besar. Seharusnya menjual saham biasa tambahan sebagai gantinya.

* Graham, seorang pembaca sastra Spanyol yang antusias, mengutip sebuah kalimat dari drama *Life Is a Dream* karya Pedro Calderon de la Barca (1600–1681): “Kejahatan terbesar manusia adalah dilahirkan.”

KOMENTAR PADA BAB 16

Apa yang kamu tabur tidak dihidupkan, kecuali mati.

-SAYA. Korintus, XV:36.

THE REALITY OF THE CONVERT

Meskipun obligasi konversi disebut "obligasi," mereka berperilaku seperti saham, bekerja seperti opsi, dan terselubung dalam ketidakjelasan.

Jika Anda memiliki konvertibel, Anda juga memiliki opsi: Anda dapat menyimpan obligasi dan terus mendapatkan bunga darinya, atau Anda dapat menukarnya dengan saham biasa dari perusahaan penerbit dengan rasio yang telah ditentukan sebelumnya. (Sebuah opsi memberi pemiliknya hak untuk membeli atau menjual sekuritas lain pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu.) Karena dapat ditukar menjadi saham, convertible membayar tingkat bunga yang lebih rendah daripada kebanyakan obligasi yang sebanding. Di sisi lain, jika harga saham perusahaan melonjak, obligasi konversi yang dapat ditukar dengan saham tersebut akan berkinerja jauh lebih baik daripada obligasi konvensional. (Sebaliknya, convertible biasa—dengan tingkat bunga yang lebih rendah—akan bernasib lebih buruk di pasar obligasi yang sedang jatuh.)¹

¹Sebagai contoh singkat tentang cara kerja obligasi konversi dalam praktik, pertimbangkan:

4,75% surat utang subordinasi yang dapat dikonversi yang diterbitkan oleh DoubleClick Inc. pada tahun 1999. Mereka membayar bunga \$47,50 per tahun dan masing-masing dapat dikonversi menjadi 24,24 lembar saham biasa perusahaan, dengan "rasio konversi" 24,24. Pada akhir tahun 2002, saham DoubleClick dihargai \$5,66 per saham, memberikan setiap obligasi "nilai konversi" \$137,20 (\$5,66 24,24). Namun obligasi tersebut diperdagangkan kira-kira enam kali lebih tinggi, pada \$881,30—menciptakan "premi konversi", atau kelebihan di atas nilai konversinya, sebesar 542%. Jika Anda membeli dengan harga itu, "waktu impas" atau "periode pengembalian" Anda sangat panjang. (Anda membayar sekitar \$750 lebih banyak dari nilai konversi obligasi, sehingga akan memakan waktu hampir 16 tahun dari pembayaran bunga \$47,50 bagi Anda untuk "mendapatkan kembali" pembayaran itu.

Dari tahun 1957 hingga 2002, menurut Ibbotson Associates, obligasi konversi memperoleh pengembalian rata-rata tahunan sebesar 8,3%—hanya dua poin persentase di bawah total pengembalian saham, tetapi dengan harga yang lebih stabil dan kerugian yang lebih kecil.² Lebih banyak pendapatan, lebih sedikit risiko daripada saham: Tidak heran tenaga penjualan Wall Street sering menggambarkan konvertibel sebagai investasi "terbaik dari kedua dunia". Tetapi investor yang cerdas akan segera menyadari bahwa konversi menawarkan pendapatan yang lebih kecil dan risiko yang lebih besar daripada kebanyakan obligasi lainnya. Jadi mereka dapat, dengan logika yang sama dan dengan keadilan yang sama, disebut sebagai investasi "terburuk dari kedua dunia". Sisi mana Anda turun tergantung pada bagaimana Anda menggunakannya.

Sebenarnya, convertible bertindak lebih seperti saham daripada obligasi. Pengembalian atas konvertibel sekitar 83% berkorelasi dengan indeks 500-saham Standard & Poor's—tetapi hanya sekitar 30% yang berkorelasi dengan kinerja obligasi Treasury. Jadi, "mengubah" zig ketika sebagian besar obligasi zag. Untuk investor konservatif dengan sebagian besar atau seluruh aset mereka dalam obligasi, menambahkan kumpulan konversi yang terdiversifikasi adalah cara yang masuk akal untuk mencari pengembalian seperti saham tanpa harus mengambil langkah menakutkan untuk berinvestasi di saham secara langsung. Anda bisa menyebut obligasi konversi sebagai "saham untuk ayam".

Seperti yang ditunjukkan oleh pakar konvertibel F. Barry Nelson dari Advent Capital Management, pasar sekitar \$200 miliar ini telah berkembang sejak zaman Graham. Kebanyakan muafak sekarang jangka menengah, di tujuh-ke-rentang 10 tahun; kira-kira setengahnya adalah layak investasi; dan banyak masalah sekarang membawa beberapa perlindungan panggilan (jaminan terhadap penebusan awal). Semua faktor ini membuat mereka kurang berisiko daripada sebelumnya.³

versi premium.) Karena setiap ikatan DoubleClick dapat dikonversi menjadi lebih dari

24 saham biasa, saham harus naik dari \$5,66 menjadi lebih dari \$36 jika konversi ingin menjadi opsi praktis sebelum obligasi jatuh tempo pada

2006. Pengembalian saham seperti itu bukan tidak mungkin, tapi itu adalah keajaiban. Hasil tunai pada obligasi khusus ini tampaknya hampir tidak memadai, mengingat kemungkinan konversi yang rendah.

²Seperti banyak rekam jejak yang biasa dikutip di Wall Street, yang satu ini bersifat hipotetis. Ini menunjukkan pengembalian yang akan Anda peroleh dalam dana indeks imajiner yang memiliki semua konvertibel utama. Ini tidak termasuk

biaya manajemen atau biaya perdagangan (yang substansial untuk sekuritas yang dapat dikonversi). Di dunia nyata, pengembalian Anda kira-kira dua poin persentase lebih rendah.

³Namun, sebagian besar obligasi konversi tetap junior untuk utang jangka panjang lainnya dan pinjaman bank-jadi, dalam kebangkrutan, pemegang konversi tidak memiliki

Sangat mahal untuk memperdagangkan banyak kecil obligasi konversi, dan diversifikasi tidak praktis kecuali Anda memiliki lebih dari \$100.000 untuk berinvestasi di sektor ini saja. Untungnya, investor cerdas saat ini memiliki pilihan yang mudah untuk membeli dana obligasi konversi berbiaya rendah. Fidelity dan Vanguard menawarkan reksa dana dengan biaya tahunan yang nyaman di bawah 1%, sementara beberapa reksa dana tertutup juga tersedia dengan biaya yang masuk akal (dan, terkadang, dengan diskon ke nilai aset bersih).⁴

Di Wall Street, kelucuan dan kerumitan berjalan beriringan—dan mobil konvertibel tidak terkecuali. Di antara varietas yang lebih baru adalah campuran sekuritas dengan nama panggilan singkatan seperti LYONS, ELKS, EYES, PERCS, MIPS, CHIPS, dan YEELDS. Sekuritas rumit ini menempatkan "lantai" di bawah potensi kerugian Anda, tetapi juga membatasi potensi keuntungan Anda dan sering kali memaksa Anda untuk mengubahnya menjadi saham biasa pada tanggal tetap. Seperti kebanyakan investasi yang dimaksudkan untuk memastikan terhadap kerugian (lihat bilah sisi pada hal. 421), hal-hal ini umumnya lebih banyak masalah daripada nilainya. Anda dapat melindungi diri Anda dari kerugian bukan dengan membeli salah satu dari alat aneh ini, tetapi dengan mendiversifikasikan seluruh portofolio Anda secara cerdas di seluruh uang tunai, obligasi, dan saham AS dan asing.

menuntut kekayaan perusahaan. Dan, sementara mereka hampir tidak pasti seperti obligasi "sampah" hasil tinggi, banyak konversi masih diterbitkan oleh perusahaan dengan peringkat kredit kurang dari sterling. Akhirnya, sebagian besar pasar konvertibel dipegang oleh dana lindung nilai, yang perdagangan cepatnya dapat meningkatkan volatilitas harga.

⁴Untuk lebih jelasnya, lihat www.kesetiaan.com, www.vanguard.com, dan www.morningstar.com. Investor cerdas tidak akan pernah membeli dana obligasi konversi dengan biaya operasional tahunan melebihi 1,0%.

UN CO VE RING CO VE REDC ALLS

Saat pasar beruang mencakar jalannya melalui tahun 2003, ia menggali mode lama: menulis opsi panggilan tertutup. (Penelusuran Google baru-baru ini tentang "penulisan panggilan tertutup" menghasilkan lebih dari 2.600 klik.) Apa itu panggilan tertutup, dan bagaimana cara kerjanya? Bayangkan Anda membeli 100 saham Ixnay Corp. masing-masing seharga \$95. Anda kemudian menjual (atau "menulis") opsi panggilan pada saham Anda. Sebagai gantinya, Anda mendapatkan pembayaran tunai yang dikenal sebagai "premi panggilan". (Katakanlah itu \$10 per saham.) Pembeli opsi, sementara itu, memiliki hak kontraktual untuk membeli saham Ixnay Anda dengan harga yang disepakati bersama— katakanlah, \$100. Anda bisa menyimpan stok selama itu tetap di bawah \$100, dan Anda mendapatkan penghasilan premium \$1.000 yang gemuk, yang akan melindungi penurunan jika saham Ixnay jatuh.

Lebih sedikit risiko, lebih banyak pendapatan. Apa yang tidak disukai?

Nah, sekarang bayangkan harga saham Ixnay melonjak dalam semalam ke \$110. Kemudian pembeli opsi Anda akan menggunakan haknya, menarik saham Anda masing-masing seharga \$100. Anda masih mendapatkan penghasilan \$1.000 Anda, tetapi dia mendapatkan Ixnay Anda—dan semakin naik, semakin keras Anda akan menendang diri sendiri.¹

Karena potensi keuntungan pada saham tidak terbatas, sementara tidak ada kerugian yang melebihi 100%, satu-satunya orang yang akan Anda periksa dengan strategi ini adalah broker Anda. Anda telah meletakkan dasar di bawah kerugian Anda, tetapi Anda juga telah ~~menampar langit-langit atas keuntungan Anda. Untuk investor~~ individu, menutupi kerugian Anda tidak pernah layak untuk menyerahkan sebagian besar keuntungan Anda.

¹Atau, Anda dapat membeli kembali opsi panggilan, tetapi Anda harus menanggung kerugiannya—dan opsi dapat memiliki biaya perdagangan yang lebih tinggi daripada saham.

BAB 17

Empat Sejarah Kasus yang Sangat Instruktif

TKata "sangat" dalam judulnya adalah semacam permainan kata-kata, karena sejarah mewakili berbagai jenis ekstrem yang termanifestasi di Wall Street dalam beberapa tahun terakhir. Mereka memberikan instruksi, dan peringatan serius, untuk semua orang yang memiliki hubungan serius dengan dunia saham dan obligasi — tidak hanya untuk investor dan spekulasi biasa, tetapi juga untuk para profesional, analis sekuritas, manajer dana, administrator akun perwalian, dan bahkan untuk bankir yang meminjamkan uang kepada perusahaan. Empat perusahaan yang akan ditinjau, dan perbedaan ekstrem yang mereka gambarkan adalah:

Penn Central (Kereta Api) Co. Contoh ekstrem dari pengabaian sinyal peringatan paling mendasar dari kelemahan finansial, oleh semua orang yang memiliki obligasi atau saham sistem ini di bawah pengawasan mereka. Harga pasar yang sangat tinggi untuk saham raksasa yang terhuyung-huyung.

Ling-Temco-Vought Inc. Contoh ekstrim dari "pembangunan kerajaan" yang cepat dan tidak sehat, dengan jaminan keruntuhan akhir; tetapi dibantu oleh pinjaman bank sembarangan.

NVF Corp. Contoh ekstrem dari satu akuisisi perusahaan, di mana sebuah perusahaan kecil menyerap tujuh kali lipat ukurannya, menimbulkan utang besar dan menggunakan beberapa perangkat akuntansi yang mengejutkan.

AAA Perusahaan. Contoh ekstrim dari pembiayaan saham publik dari sebuah perusahaan kecil; nilainya didasarkan pada kata ajaib "waralaba", dan sedikit lainnya, yang disponsori oleh rumah-rumah bursa saham yang penting. Kebangkrutan terjadi dalam dua tahun setelah penjualan saham dan dua kali lipat dari harga awal yang meningkat di pasar saham yang lalai.

Kasus Pusat Penn

Ini adalah jalur kereta api terbesar di negara itu dalam hal aset dan pendapatan kotor. Kebangkrutannya pada tahun 1970 mengejutkan dunia keuangan. Itu telah gagal dalam sebagian besar masalah obligasinya, dan berada dalam bahaya meninggalkan operasinya sepenuhnya. Masalah keamanannya turun drastis harganya, saham biasa ambruk dari level tertinggi 86 $\frac{1}{2}$ baru-baru ini pada tahun 1968 ke level terendah 5 $\frac{1}{2}$ pada tahun 1970. (Tampaknya ada sedikit keraguan bahwa saham ini akan dihapuskan dalam reorganisasi.)*

Poin dasar kami adalah bahwa penerapan aturan analisis keamanan yang paling sederhana dan standar investasi yang paling sederhana akan mengungkapkan kelemahan mendasar dari sistem Penn Central jauh sebelum kebangkrutannya — tentu saja pada tahun 1968, ketika saham dijual pada harga mereka. rekor pasca-1929, dan ketika sebagian besar penerbitan obligasinya dapat ditukar dengan harga yang sama untuk kewajiban utilitas publik yang dijamin dengan baik dengan tingkat kupon yang sama. Komentar berikut berurutan:

1. Dalam Panduan Obligasi S & P, beban bunga dari sistem terbukti telah diperoleh 1,91 kali pada tahun 1967 dan 1,98 kali pada tahun 1968. Cakupan minimum yang ditentukan untuk obligasi kereta api dalam buku teks kami Analisis Keamanan adalah 5 kali sebelum pajak penghasilan dan 2,9 kali setelah pajak penghasilan dengan tarif reguler. Sejauh yang kami ketahui, validitas standar ini tidak pernah dipertanyakan oleh otoritas investasi mana pun. Berdasarkan persyaratan kami untuk penghasilan setelah pajak, Penn Central tidak memenuhi persyaratan untuk keselamatan. Tetapi persyaratan setelah pajak kami didasarkan pada rasio sebelum pajak lima kali, dengan pajak penghasilan reguler dipotong setelah bunga obligasi. Dalam kasus Penn Central, selama 11 tahun terakhir tidak ada pajak penghasilan yang harus dibayar! Oleh karena itu, cakupan biaya bunga sebelum pajak kurang dari dua kali — jumlah yang sama sekali tidak memadai dibandingkan persyaratan konservatif kami sebesar 5 kali.

* Seberapa “terkejut” dunia keuangan dengan kebangkrutan Penn Central, yang diajukan pada akhir pekan tanggal 20–21 Juni 1970? Perdagangan penutupan saham Penn Central pada hari Jumat, 19 Juni, adalah

\$11,25 per saham—bukan harga yang akan keluar dari bisnis. Dalam waktu yang lebih baru, saham seperti Enron dan WorldCom juga telah dijual dengan harga yang relatif tinggi sesaat sebelum mengajukan perlindungan kebangkrutan.

2. Fakta bahwa perusahaan tidak membayar pajak penghasilan selama periode yang begitu lama seharusnya menimbulkan pertanyaan serius tentang validitas laba yang dilaporkan.

3. Obligasi sistem Penn Central dapat ditukar pada tahun 1968 dan 1969, tanpa mengorbankan harga atau pendapatan, untuk masalah yang jauh lebih terjamin. Misalnya, pada tahun 1969, Pennsylvania RR

4½s, karena 1994 (bagian dari Penn Central) memiliki kisaran 61 hingga 74½, sedangkan Pennsylvania Electric Co. 4½s, karena 1994, memiliki jangkauan 64¼ke 72½. Utilitas publik telah mendapatkan bunganya 4,20 kali sebelum pajak di

1968 melawan hanya 1,98 kali untuk sistem Penn Central; selama 1969 pertunjukan komparatif yang terakhir semakin memburuk. Sebuah

pertukaran semacam ini jelas diminta, dan itu pasti —

penyelamat bagi pemegang obligasi Penn Central. (Pada akhir tahun 1970

kereta api 4½s berada di default, dan menjual hanya 18½, selagi utilitas 4½s ditutup pada 66½.)

4. Penn Central melaporkan laba \$3,80 per saham pada tahun 1968; harga tinggi 86½pada tahun itu adalah 24 kali pendapatan tersebut. Tetapi analis mana pun yang sepadan dengan garamnya akan bertanya-tanya bagaimana "nyata" pendapatan semacam ini dilaporkan tanpa perlu membayar pajak penghasilan apa pun di atasnya.

5. Untuk tahun 1966, perusahaan yang baru bergabung* telah melaporkan "penghasilan" sebesar \$6,80 per saham—yang mencerminkan saham biasa kemudian naik ke puncaknya di 86½. Ini adalah penilaian lebih dari \$ 2 miliar untuk ekuitas. Berapa banyak dari pembeli ini yang tahu pada saat itu bahwa penghasilan yang begitu indah itu sebelum biaya khusus sebesar \$275 juta atau?

\$ 12 per saham akan diambil pada tahun 1971 untuk "biaya dan kerugian" yang terjadi pada merger. O negeri dongeng Wall Street yang menakjubkan di mana sebuah perusahaan dapat mengumumkan "keuntungan" sebesar \$6,80 per saham di satu tempat dan "biaya dan kerugian" khusus sebesar \$12 di tempat lain,

dan pemegang saham serta spekulan menggosok tangan mereka dengan gembira!†

* Penn Central adalah produk dari merger, diumumkan pada tahun 1966, dari Pennsylvania Railroad dan New York Central Railroad.

Aturan akuntansi semacam ini, di mana laba dilaporkan seolah-olah biaya "tidak biasa" atau "luar biasa" atau "tidak berulang" tidak menjadi masalah, mengantisipasi ketergantungan pada laporan keuangan "pro forma" yang menjadi populer di akhir 1990-an (lihat komentar pada Bab 12).

6. Seorang analis perkeretaapian sudah lama mengetahui bahwa gambaran pengoperasian Penn Central sangat buruk dibandingkan dengan jalan yang lebih menguntungkan. Misalnya, rasio transportasinya adalah 47,5% pada tahun 1968 dibandingkan 35,2% untuk tetangganya, Norfolk & Western.*

7. Sepanjang jalan ada beberapa transaksi aneh dengan hasil akuntansi yang aneh.¹Detailnya terlalu rumit untuk dibahas di sini.

Kesimpulan: Apakah manajemen yang lebih baik dapat menyelamatkan kebangkrutan Penn Central dapat diperdebatkan. Tetapi tidak ada keraguan apapun bahwa tidak ada obligasi dan tidak ada saham dari sistem Penn Central yang harus tersisa selambat-lambatnya setelah tahun 1968 dalam rekening sekuritas mana pun yang diawasi oleh analis keamanan yang kompeten, manajer dana, petugas perwalian, atau penasihat investasi. Moral: Analis keamanan harus melakukan pekerjaan dasar mereka sebelum mereka mempelajari pergerakan pasar saham, menatap bola kristal, membuat perhitungan matematis yang rumit, atau melakukan kunjungan lapangan dengan semua biaya.†

Ling-Temco-Vought Inc.

Ini adalah kisah tentang ekspansi yang berlebihan dan utang yang berlebihan, yang berakhir dengan kerugian besar dan sejumlah masalah keuangan. Seperti yang biasanya terjadi dalam kasus-kasus seperti itu, seorang anak laki-laki berambut pirang, atau "jenius muda", terutama bertanggung jawab atas pembentukan kerajaan besar dan kejatuhannya yang memalukan; tetapi ada banyak kesalahan yang harus diberikan kepada orang lain juga.

* "Rasio transportasi" kereta api (sekarang lebih umum disebut rasio operasinya) mengukur biaya menjalankan keretanya dibagi dengan total pendapatan kereta api. Semakin tinggi rasionya, maka semakin kurang efisien perkeretaapian tersebut. Hari ini bahkan rasio 70% akan dianggap sangat baik.

kan. Hari ini, Penn Central adalah kerangan yang pudar. Pada tahun 1976, itu diserap ke dalam Consolidated Rail Corp. (Conrail), sebuah perusahaan induk yang didanai pemerintah federal yang menyelamatkan beberapa rel kereta api yang gagal. Conrail menjual sahamnya ke publik di

1987 dan, pada 1997, diambil alih bersama oleh CSX Corp. dan Norfolk South-ern Corp.

Ling-Temco-Vought Inc. didirikan pada tahun 1955 oleh James Joseph Ling, seorang kontraktor listrik yang menjual saham pertamanya senilai \$1 juta ke pub-

Kebangkitan dan kejatuhan Ling-Temco-Vought dapat diringkas dengan menetapkan akun pendapatan ringkas dan item neraca selama lima tahun antara tahun 1958 dan 1970. Hal ini dilakukan pada Tabel 17-1. Kolom pertama menunjukkan awal perusahaan yang sederhana pada tahun 1958, ketika penjualannya hanya \$7 juta. Berikutnya memberikan angka untuk tahun 1960; perusahaan telah tumbuh dua puluh kali lipat hanya dalam dua tahun, tetapi masih relatif kecil. Kemudian datanglah masa kejayaan hingga 1967 dan 1968, di mana penjualan kembali tumbuh dua puluh kali lipat menjadi \$2,8 miliar dengan angka utang meningkat dari \$44 juta menjadi \$1,653 juta yang mengagumkan. Pada tahun 1969 terjadi akuisisi baru, peningkatan utang yang sangat besar (menjadi total \$1,865 juta!), dan awal dari masalah serius. Kerugian besar, setelah pos luar biasa, dilaporkan untuk tahun ini; harga saham turun dari level tertinggi tahun 1967 di 169½¢ ke terendah 24¢; jenius muda itu digantikan sebagai kepala perusahaan. Itu

Hasil tahun 1970 bahkan lebih mengerikan. Perusahaan tersebut melaporkan kerugian bersih akhir mendekati \$70 juta; stok jatuh ke harga rendah 7¢, dan penerbitan obligasi terbesarnya pernah dikutip dengan harga 15 sen dolar yang menyedihkan. Kebijakan ekspansi perusahaan terbalik tajam, berbagai kepentingan penting ditempatkan di pasar, dan beberapa kemajuan dibuat dalam mengurangi kewajibannya yang bergunung-gunung.

Angka-angka di meja kami berbicara begitu fasih sehingga beberapa komentar diperlukan. Tapi di sini ada beberapa:

lic dengan menjadi bankir investasinya sendiri, menjajakan prospektus dari stan yang didirikan di Texas State Fair. Keberhasilannya dalam hal itu membuatnya mengakuisisi lusinan perusahaan yang berbeda, hampir selalu menggunakan saham LTV untuk membayarnya. Semakin banyak perusahaan yang diakuisisi LTV, semakin tinggi sahamnya; semakin tinggi sahamnya, semakin banyak perusahaan yang mampu diakuisisi. Oleh

1969, LTV adalah perusahaan terbesar ke-14 dalam daftar Fortune 500 perusahaan besar AS. Dan kemudian, seperti yang ditunjukkan Graham, seluruh rumah kartu runtuh. (LTV Corp., sekarang secara eksklusif pembuat baja, akhirnya mencari perlindungan kebangkrutan pada akhir tahun 2000.) Perusahaan yang tumbuh terutama melalui akuisisi disebut "pengakuisisi berantai"—dan kesamaan dengan istilah "pembunuh berantai" bukanlah kebetulan. Seperti yang ditunjukkan oleh kasus LTV, akuisisi serial hampir selalu

meninggalkan kematian dan kehancuran finansial di belakang mereka. Investor yang memahami pelajaran Graham ini akan menghindari orang-orang seperti Consec, Tyco, dan WorldCom pada 1990-an.

TABEL 17-1 Ling-Temco-Vought Inc, 1958-1970
(Di Jutaan dari dolar Kecuali diperoleh Per Membagikan)

	1958	1960	1967	1969	1970
A. Hasil Operasi					
Penjualan	\$6,9	\$143,0	\$1,833.0	\$3,750,0	\$374,0
Bersih sebelum pajak dan bunga	0,552	7.287	95.6	124.4	88.0
Biaya bunga	.1	1,5	17.7	122.6	128.3
(Waktu yang diperoleh)	(5.5)	(4.8)	(54)	(1.02)	(0.68)
Pajak penghasilan	0.225	2.686	35.6	<i>kr. 15.2</i>	4.9
Barang-barang khusus				<i>dr. 40.6</i>	<i>dr. 18.8</i>
Bersih setelah item khusus	0.227	3.051	34.0	<i>dr. 38.3</i>	<i>dr. 69.6</i>
Saldo untuk saham biasa	0,202	3.051	30.7	<i>dr. 40.8</i>	<i>dr. 71.3</i>
Dihasilkan per saham biasa	0.17	0.83	5.56	<i>def. 10.59</i>	<i>def. 17.18</i>
B. Posisi Keuangan					
Total aset	6.4	94.5	845.0	2,944,0	2,582,0
Hutang terutang dalam 1 tahun	1.5	29.3	165.0	389.3	301.3
Hutang jangka panjang	.5	14.6	202.6	1,500,8	1,394,6
Ekuitas pemegang saham	2.7	28.5	245.0†	<i>def. 12.0*</i>	<i>def. 69.0*</i>
Rasio					
Aset lancar/liabilitas lancar	1.27	1.45	1.80	1.52	1.45
Ekuitas/utang jangka panjang	5.4	2.0	1.2	0.17	0.13
Kisaran harga pasar		28-20	169½-109	97¾-24¼	29½-7¼

* Tidak termasuk diskon utang sebagai aset dan dikurangi saham preferen pada nilai penebusan.
 Seperti yang dipublikasikan. kr.: kredit. dr.: debet. def.: defisit.

1. Masa ekspansi perusahaan bukannya tanpa gangguan. Pada tahun 1961 itu menunjukkan defisit operasi yang kecil, tetapi—mengadopsi praktik yang akan dilihat kemudian dalam begitu banyak laporan untuk tahun 1970—ternyata memutuskan untuk membuang semua biaya dan cadangan yang mungkin ke dalam satu tahun yang buruk.* Ini berjumlah sekitar \$13 juta, yang lebih dari gabungan laba bersih tiga tahun sebelumnya. Sekarang siap untuk menunjukkan "rekor pendapatan" pada tahun 1962, dll.

2. Pada akhir tahun 1966 aset berwujud bersih diberikan sebagai \$7,66 per saham biasa (d disesuaikan dengan pembagian 3-untuk-2). Dengan demikian harga pasar pada tahun 1967 mencapai 22 kali (!) nilai aset yang dilaporkan pada saat itu. Pada akhir tahun 1968, neraca menunjukkan \$286 juta tersedia untuk 3.800.000 lembar saham biasa dan saham Kelas AA, atau sekitar \$77 per saham. Tetapi jika kita mengurangi saham preferen pada nilai penuh dan mengecualikan item niat baik dan "aset" diskon obligasi yang besar, akan ada sisa \$13 juta untuk saham biasa—hanya \$3 per saham. Ekuitas berwujud ini terhapus oleh kerugian tahun-tahun berikutnya.

3. Menjelang akhir tahun 1967, dua dari perusahaan perbankan kami yang paling dihormati menawarkan 600.000 lembar saham Ling-Temco-Vought dengan harga \$111 per lembar. Sudah setinggi 169%. Dalam waktu kurang dari tiga tahun harganya turun menjadi 7%.‡

* Tradisi kotor menyembunyikan gambaran pendapatan perusahaan yang sebenarnya di bawah selubung biaya restrukturisasi masih ada pada kita. Menumpuk setiap biaya yang mungkin dalam satu tahun kadang-kadang disebut akuntansi "mandi besar" atau "wastafel dapur". Gimmick pembukuan ini memungkinkan perusahaan untuk dengan mudah menunjukkan pertumbuhan yang nyata di tahun berikutnya—tetapi investor tidak boleh salah mengartikannya sebagai kesehatan bisnis yang sebenarnya.

“Aset diskon obligasi” tampaknya berarti bahwa LTV telah membeli beberapa obligasi di bawah nilai nominalnya dan memperlakukan diskon tersebut sebagai aset, dengan alasan bahwa obligasi tersebut pada akhirnya dapat dijual pada nilai nominal. Graham mencemooh hal ini, karena jarang ada cara untuk mengetahui berapa harga pasar obligasi pada tanggal tertentu di masa depan. Jika obligasi dapat dijual hanya pada nilai di bawah par, "aset" ini sebenarnya akan menjadi kewajiban.

Kita hanya bisa membayangkan apa yang Graham pikirkan tentang perusahaan perbankan investasi yang membawa InfoSpace, Inc. publik pada bulan Desember 1998. Saham (d disesuaikan untuk pemecahan selanjutnya) dibuka untuk diperdagangkan pada \$31,25, memuncak pada

4. Pada akhir tahun 1967, pinjaman bank telah mencapai 161 juta dolar, dan setahun kemudian mencapai 414 juta dolar—yang seharusnya merupakan angka yang menakutkan. Selain itu, utang jangka panjang berjumlah \$1.237 juta. Pada tahun 1969, utang gabungan mencapai total \$1,869 juta. Ini mungkin merupakan angka utang gabungan terbesar dari setiap perusahaan industri di mana saja dan kapan saja, dengan satu pengecualian dari Standard Oil of NJ yang tidak dapat ditembus.

5. Kerugian tahun 1969 dan 1970 jauh melebihi total keuntungan sejak berdirinya perusahaan.

Moral: Pertanyaan utama yang muncul di benak kita oleh kisah Ling-Temco-Vought adalah bagaimana para bankir komersial dapat dibujuk untuk meminjamkan uang dalam jumlah besar kepada perusahaan selama periode ekspansinya. Pada tahun 1966 dan sebelumnya, cakupan biaya bunga perusahaan tidak memenuhi standar konservatif, dan hal yang sama berlaku untuk rasio aset lancar terhadap kewajiban lancar dan ekuitas saham terhadap total utang. Namun dalam dua tahun berikutnya bank-bank memajukan perusahaan hampir \$400 juta tambahan untuk “diversifikasi” lebih lanjut. Ini bukan bisnis yang baik bagi mereka, dan itu lebih buruk dalam implikasinya bagi para pemegang saham perusahaan. Jika kasus Ling-Temco-Vought akan berfungsi untuk mencegah bank komersial membantu dan bersekongkol dengan ekspansi yang tidak sehat dari jenis ini di masa depan, beberapa kebaikan mungkin akan datang pada akhirnya.*

Pengambilalihan NVF dari Sharon Steel (Barang Kolektor)

Pada akhir tahun 1968 NVF Company adalah perusahaan dengan hutang jangka panjang \$4,6 juta, modal saham \$17,4 juta, penjualan \$31 juta, dan laba bersih \$502.000 (sebelum kredit khusus \$374.000). Bisnisnya digambarkan sebagai “serat dan plastik yang divulkanisir.” Manajemen memutuskan untuk mengambil alih Sharon Steel Corp.,

\$1305.32 per saham pada bulan Maret 2000, dan selesai tahun 2002 dengan harga \$8.45 per saham.

* Graham akan kecewa, meskipun tentu saja tidak terkejut, melihat bahwa bank-bank komersial terus menerus mendukung “ekspansi yang tidak sehat”. Enron dan WorldCom, dua dari keruntuhan terbesar dalam sejarah perusahaan, dibantu dan didukung oleh miliaran dolar dalam bentuk pinjaman bank.

yang memiliki \$43 juta utang jangka panjang, \$101 juta modal saham, \$219 juta penjualan, dan \$2,929.000 laba bersih. Perusahaan yang ingin diakuisisi memiliki ukuran tujuh kali lipat dari NVF. Pada awal 1969, ia membuat penawaran untuk semua saham Sharon. Persyaratan per saham adalah \$70 jumlah nominal obligasi NVF junior 5%, jatuh tempo tahun 1994, ditambah waran untuk membeli 1½saham NVF dengan harga \$22 per saham NVF. Manajemen Sharon dengan keras menolak upaya pengambilalihan ini, tetapi sia-sia. NVF mengakuisisi 88% saham Sharon berdasarkan penawaran tersebut, dengan demikian menerbitkan \$102 juta dari 5% obligasi dan waran untuk 2.197.000 sahamnya. Seandainya tawaran itu 100% berhasil, perusahaan yang dikonsolidasikan, untuk tahun 1968, akan memiliki utang 163 juta dolar, hanya modal saham berwujud \$2,2 juta, penjualan \$250 juta. Pertanyaan tentang laba bersih akan sedikit rumit, tetapi perusahaan kemudian menyatakannya sebagai kerugian bersih 50 sen per saham NVF, sebelum kredit luar biasa, dan laba bersih 3 sen per saham setelah kredit tersebut.*

Komentar Pertama: Di antara semua pengambilalihan yang dilakukan pada tahun ini 1969 ini tidak diragukan lagi yang paling ekstrim dalam ketidakseimbangan keuangannya. Perusahaan yang mengakuisisi telah memikul tanggung jawab untuk kewajiban utang baru dan sangat berat, dan telah mengubah perhitungannya mencatat pendapatan tahun 1968 dari keuntungan menjadi kerugian menjadi tawar-menawar. Sebuah me-yakin akan penurunan posisi keuangan perusahaan dengan ini

* Pada bulan Juni 1972 (tepat setelah Graham menyelesaikan bab ini), seorang hakim Federal menemukan bahwa ketua NVF, Victor Posner, telah mengalihkan aset pensiun Sharon Steel dengan tidak semestinya “untuk membantu perusahaan afiliasi dalam pengambilalihan perusahaan lain”. Pada tahun 1977, Komisi Sekuritas dan Bursa AS mengamankan perintah permanen terhadap Posner, NVF, dan Sharon Steel untuk mencegah mereka dari pelanggaran hukum Federal di masa depan terhadap penipuan sekuritas. Komisi menuduh bahwa Posner dan keluarganya telah memperoleh keuntungan pribadi sebesar \$1,7 juta dari NVF dan Sharon, melebihi-lebihkan pendapatan sebelum pajak Sharon sebesar \$13,9 juta, salah mencatat inventaris, dan “mengalihkan pendapatan dan pengeluaran dari satu tahun ke tahun lainnya.” Sharon Steel, yang dipilih Graham dengan pandangannya yang dingin dan skeptis, menjadi terkenal di kalangan Wall Street sebagai “Berbagi dan Curi.

Langkah ini ditemukan dalam fakta bahwa obligasi 5% baru tidak terjual lebih tinggi dari 42 sen dolar selama tahun penerbitan. Ini akan menunjukkan keraguan besar akan keamanan obligasi dan masa depan perusahaan; namun, manajemen sebenarnya mengeksploitasi harga obligasi dengan cara menghemat pajak penghasilan tahunan perusahaan sekitar \$1.000.000 seperti yang akan ditunjukkan.

Laporan tahun 1968, yang diterbitkan setelah pengambilalihan Sharon, berisi gambaran singkat tentang hasil-hasilnya, yang dibawa kembali ke akhir tahun. Ini berisi dua item yang paling tidak biasa:

1. Tercatat sebagai aset \$58.600.000 dari "beban utang yang ditanggihkan". Jumlah ini lebih besar dari seluruh "ekuitas pemegang saham", ditempatkan pada \$40,200,000.

2. Namun, yang tidak termasuk dalam ekuitas pemegang saham adalah item sebesar \$20.700.000 yang ditetapkan sebagai "kelebihan ekuitas atas biaya investasi di Sharon."

Komentar Kedua: Jika kita menghilangkan beban utang sebagai aset, yang tampaknya hampir tidak ada, dan memasukkan item lain dalam ekuitas pemegang saham (di tempat biasanya), maka kita memiliki pernyataan ekuitas berwujud yang lebih realistis untuk NVF saham, yaitu \$2.200.000. Jadi efek pertama dari kesepakatan itu adalah untuk mengurangi "ekuitas nyata" NVF dari \$17.400.000 menjadi \$2.200.000 atau dari \$23,71 per saham menjadi sekitar \$3 per saham, pada 731.000 saham. Selain itu, pemegang saham NVF telah memberikan kepada orang lain hak untuk membeli $3\frac{1}{2}$ kali lebih banyak saham tambahan enam poin di bawah harga pasar pada penutupan tahun 1968. Nilai pasar awal waran itu kemudian sekitar \$ 12 masing-masing, atau total sekitar \$ 30 juta untuk mereka yang terlibat dalam penawaran pembelian. Sebenarnya, nilai pasar waran jauh melebihi nilai pasar total saham NVF yang beredar—bukti lain dari sifat transaksi yang tidak pasti.

Gimmick Akuntansi

Ketika kita beralih dari neraca pro forma ini ke laporan tahun depan, kita menemukan beberapa entri yang tampak aneh. Selain biaya bunga dasar (yang lumayan \$7,500,000), ada yang dipotong

\$1.795.000 untuk “amortisasi beban utang yang ditangguhkan.” Tapi yang terakhir ini hampir diimbangi di baris berikutnya dengan item pendapatan yang sangat tidak biasa

memang: “amortisasi ekuitas atas biaya investasi di anak perusahaan: Cr. \$1,650.000.” Dalam salah satu catatan kaki kami menemukan entri, tidak muncul dalam laporan lain yang kami ketahui: Bagian dari modal saham ditetapkan sebagai “nilai pasar wajar dari waran yang diterbitkan sehubungan dengan akuisisi, dll., \$22.129.000.”

Apa maksud dari semua entri ini? Tak satu pun dari mereka bahkan disebut dalam teks deskriptif laporan 1969. Analisis keamanan yang terlatih harus memecahkan misteri ini sendiri, hampir seperti detektif. Dia menemukan bahwa ide dasarnya adalah untuk memperoleh keuntungan pajak dari harga awal yang rendah dari 5% obligasi. Bagi pembaca yang mungkin tertarik dengan pengaturan yang cerdas ini, kami memberikan solusi kami dalam Lampiran 6.

Barang Tidak Biasa Lainnya

1. Tepat setelah penutupan tahun 1969, perusahaan membeli tidak kurang dari 650.000 waran dengan harga masing-masing \$9,38. Ini luar biasa ketika kita mempertimbangkan bahwa (a) NVF sendiri hanya memiliki \$700.000 tunai pada akhir tahun, dan memiliki utang \$4.400.000 yang jatuh tempo pada tahun 1970 (ternyata \$6 juta yang dibayarkan untuk waran harus dipinjam); (b) ia membeli dalam waran ini "uang kertas" pada saat obligasi 5% dijual dengan harga kurang dari 40 sen dolar—biasanya sebuah peringatan bahwa kesulitan keuangan ada di depan.

2. Sebagai penyeimbang sebagian untuk ini, perusahaan telah menarik \$5.100.000 dari obligasinya bersama dengan 253.000 waran dengan imbalan sejumlah saham biasa. Ini dimungkinkan karena, dengan keanehan pasar sekuritas, orang-orang menjual obligasi 5% dengan harga kurang dari 40 sementara yang biasa dijual dengan harga rata-rata.

13½, tidak membayar
dividen.

3. Perusahaan memiliki rencana operasi tidak hanya untuk menjual saham kepada karyawannya, tetapi juga untuk menjual lebih banyak waran kepada mereka untuk membeli saham. Seperti pembelian saham, waran harus dibayar 5% ke bawah dan sisanya selama bertahun-tahun di masa depan. Ini adalah satu-satunya

rencana pembelian karyawan untuk waran yang kami ketahui. Akankah seseorang segera menemukan dan menjual dengan mencil hak untuk membeli hak untuk membeli saham, dan seterusnya?

4. Pada tahun 1969, Sharon Steel Co. yang baru dikendalikan mengubah metodenya untuk mencapai biaya pensiunnya, dan juga

mengadopsi tingkat depresiasi yang lebih rendah. Perubahan akuntansi ini menambahkan sekitar \$1 per saham ke pendapatan NVF yang dilaporkan sebelum pengenceran.

5. Pada akhir tahun 1970 Standard & Poor's Stock Guide melaporkan bahwa saham NVF dijual dengan rasio harga/penghasilan hanya 2, angka terendah untuk semua 4.500 edisi ganjil dalam buklet. Seperti pepatah lama Wall Street, ini "penting jika benar." Rasio ini didasarkan pada harga penutupan tahun ini sebesar 8¼ dan "penghasilan" yang dihitung sebesar \$5,38 per saham untuk 12 bulan yang berakhir pada September 1970. (Dengan menggunakan angka-angka ini, saham tersebut dijual hanya dengan 1,6 kali laba.) Tetapi rasio ini tidak memungkinkan untuk faktor pengenceran yang besar,* juga untuk kerugian yang merugikan. Hasil benar-benar direalisasikan pada kuartal terakhir tahun 1970. Ketika angka setahun penuh akhirnya muncul, mereka menunjukkan hanya \$2,03 per saham yang diperoleh untuk saham, sebelum memungkinkan untuk pengenceran, dan \$1,80 per saham pada basis dilusi. Perhatikan juga bahwa harga pasar agregat saham dan waran pada tanggal tersebut adalah sekitar \$14 juta terhadap hutang berikat sebesar \$135 juta—posisi ekuitas yang sangat minim.

AAA Enterprises

Sejarah

Sekitar 15 tahun yang lalu seorang mahasiswa bernama Williams mulai menjual rumah mobil (kemudian disebut "trailer").† Pada tahun 1965 ia memasukkan

* "Faktor pengenceran besar" akan dipicu ketika karyawan NVF menggunakan waran mereka untuk membeli saham biasa. Perusahaan kemudian harus menerbitkan lebih banyak saham, dan laba bersihnya akan dibagi menjadi lebih banyak jumlah saham yang beredar.

Jackie G. Williams mendirikan AAA Enterprises pada tahun 1958. Pada hari pertama perdagangannya, saham melonjak 56% menjadi ditutup pada \$20,25. Williams kemudian mengumumkan bahwa AAA akan datang dengan konsep waralaba baru setiap bulan (jika orang akan masuk ke rumah mobil untuk mendapatkan pajak penghasilan mereka dilakukan oleh "Mr. Tax of America," bayangkan apa lagi yang mungkin mereka lakukan di dalam trailer!). Tapi AAA kehabisan waktu dan uang sebelum Williams kehabisan ide. Sejarah AAA

Enterprises mengingatkan pada kisah sebuah perusahaan kemudian dengan manajemen karismatik dan aset yang sedikit: ZZZZ Best mencapai nilai pasar saham sekitar \$200 juta pada akhir 1980-an, meskipun bisnis penyedot debu industri yang diakuinya adalah sedikit lebih dari telepon dan kantor sewaan yang dijalankan oleh seorang remaja bernama Barry Minkow. ZZZZ Best bangkrut dan Minkow

menilai bisnisnya. Pada tahun itu ia menjual \$5.800.000 rumah mobil dan memperoleh \$61.000 sebelum pajak perusahaan. Pada tahun 1968 ia telah bergabung dengan gerakan "waralaba" dan menjual hak kepada orang lain untuk menjual rumah mobil dengan nama bisnisnya. Dia juga memiliki ide cemerlang untuk terjun ke bisnis mempersiapkan pengembalian pajak penghasilan, menggunakan rumah mobilnya sebagai kantor. Dia membentuk anak perusahaan bernama Mr. Tax of America, dan tentu saja mulai menjual waralaba kepada orang lain untuk menggunakan ide dan nama. Dia melipatgandakan jumlah saham perusahaan menjadi 2.710.000 dan siap untuk penawaran saham. Dia menemukan bahwa salah satu bursa saham terbesar kami, bersama dengan yang lain, bersedia menangani kesepakatan itu. Di bulan Maret

1969 mereka menawarkan 500.000 saham AAA Enterprises kepada publik di

\$13 per saham. Dari jumlah tersebut, 300.000 dijual untuk milik Mr. Williams.

akun sonal dan 200.000 dijual untuk akun perusahaan, menambahkan \$ 2.400.000 ke sumber dayanya. Harga saham segera dua kali lipat menjadi 28, atau senilai \$84 juta untuk ekuitas, terhadap a

nilai buku, katakanlah, \$4.200.000 dan penghasilan maksimum yang dilaporkan sebesar

\$690.000. Dengan demikian, saham tersebut dijual dengan rapi 115 kali lipat dari saat ini

(dan terbesar) laba per saham. Tidak diragukan lagi Tuan Williams telah

memilih nama AAA Enterprise sehingga mungkin termasuk di antara pertama di buku telepon dan halaman kuning. Hasil agunan adalah bahwa perusahaannya ditakdirkan untuk muncul sebagai nama depan di

Panduan Stok Standard & Poor. Seperti Abu-Ben-Adhem, itu memimpin semua

sisanya.* Ini memberikan alasan khusus untuk memilihnya sebagai sesuatu yang mengerikan

contoh pembiayaan baru tahun 1969 dan "isu panas".

Komentar: Ini bukan kesepakatan yang buruk bagi Tuan Williams. Itu

300.000 saham yang dia jual memiliki nilai buku pada bulan Desember 1968 sebesar \$180.000 dan dia mencetak 20 kali lipat, atau keren \$3.600.000. Penjamin emisi dan distributor membagi \$500,000 di antara mereka, lebih sedikit biaya.

pergi ke penjara. Bahkan saat Anda membaca ini, perusahaan lain yang serupa sedang dibentuk, dan generasi baru "investor" akan dibawa. Tidak seorang pun yang telah membaca Graham, bagaimanapun, harus naik ke kapal.

* Dalam "Abou Ben Adhem," oleh penyair Romantis Inggris Leigh Hunt (1784–1859), seorang Muslim yang saleh melihat seorang malaikat menulis dalam sebuah buku emas "nama-nama mereka yang mencintai Tuhan." Ketika malaikat itu memberi tahu Abou bahwa namanya tidak ada di antara mereka, Abou berkata, "Aku mohon, tulislah aku sebagai orang yang mencintai sesamanya." Malaikat kembali malam berikutnya untuk menunjukkan Abou buku, di mana sekarang "nama Ben Adhem memimpin sisanya."

1. Tampaknya ini bukan kesepakatan yang brilian bagi klien dari penjualan rumah. Mereka diminta untuk membayar sekitar sepuluh kali lipat nilai buku saham, setelah operasi bootstrap untuk meningkatkan ekuitas per saham mereka dari 59 sen menjadi \$1,35 dengan uang mereka sendiri.* Sebelum tahun terbaik 1968, pendapatan maksimum perusahaan sangat menggelikan. 7 sen per saham. Ada rencana ambisius untuk masa depan, tentu saja—tetapi publik diminta membayar mahal di muka untuk realisasi rencana ini.

2. Meskipun demikian, harga saham berlipat ganda segera setelah penerbitan awal, dan salah satu klien rumah pialang dapat memperoleh keuntungan yang besar. Apakah fakta ini mengubah flotasi, atau apakah kemungkinan sebelumnya yang mungkin terjadi membebaskan distributor asli dari masalah ini dari tanggung jawab atas penawaran umum ini dan sekuel selanjutnya? Bukan pertanyaan yang mudah untuk dijawab, tetapi patut dipertimbangkan dengan cermat oleh Wall Street dan badan pengatur pemerintah.

Sejarah Selanjutnya

Dengan modal yang diperbesar, AAA Enterprises masuk ke dua bisnis tambahan. Pada tahun 1969 membuka rantai toko karpet ritel, dan mengakuisisi pabrik yang memproduksi rumah mobil. Hasil yang dilaporkan untuk sembilan bulan pertama tidak terlalu cemerlang, tetapi sedikit lebih baik dari tahun sebelumnya—22 sen per saham dibandingkan 14 sen.

* Dengan membeli lebih banyak saham biasa dengan harga premium dari nilai bukunya, publik yang berinvestasi meningkatkan nilai ekuitas per saham AAA. Tapi investor hanya menarik diri mereka sendiri dengan bootstrap mereka sendiri, karena sebagian besar kenaikan ekuitas pemegang saham berasal dari kesediaan publik sendiri untuk membayar lebih untuk saham.

Poin Graham adalah bahwa bank investasi tidak berhak mengambil kredit untuk keuntungan yang mungkin dihasilkan oleh saham panas segera setelah penawaran umum perdana, kecuali jika mereka juga bersedia disalahkan atas kinerja saham dalam jangka panjang. Banyak IPO Internet naik 1.000% atau lebih pada tahun 1999 dan awal

2000; kebanyakan dari mereka kehilangan lebih dari 95% dalam tiga tahun berikutnya. Bagaimana keuntungan awal yang diperoleh oleh segelintir investor ini dapat membenarkan kehancuran besar-besaran kekayaan yang diderita oleh jutaan orang yang datang kemudian? Banyak IPO, pada kenyataannya, sengaja dibuat terlalu rendah untuk

"memproduksi" keuntungan langsung yang akan menarik lebih banyak perhatian untuk penawaran berikutnya.

sen. Apa yang terjadi di bulan-bulan berikutnya benar-benar luar biasa. Perusahaan kehilangan \$4,365.000, atau \$1,49 per saham. Ini menghabiskan semua modalnya sebelum pembiayaan, ditambah seluruh \$2.400.000 yang diterima dari penjualan saham ditambah dua pertiga dari jumlah yang dilaporkan sebagai pendapatan dalam sembilan bulan pertama tahun 1969. Ada sisa \$242.000 yang menyedihkan, atau 8 sen per saham, modal untuk pemegang saham publik yang telah membayar \$13 untuk penawaran baru hanya tujuh bulan sebelumnya. Namun saham ditutup pada tahun 1969 di 8%tawaran, atau "valuasi" lebih dari \$25 juta untuk perusahaan.

Komentar Lebih Lanjut: 1. Terlalu berlebihan untuk percaya bahwa perusahaan sebenarnya telah memperoleh \$686.000 dari Januari hingga September 1969 dan kemudian kehilangan \$4.365.000 dalam tiga bulan berikutnya. Ada sesuatu yang menyedihkan, buruk, dan menuduh salah tentang laporan 30 September.

2. Harga penutupan tahun 8%penawaran bahkan lebih merupakan demonstrasi dari ketidakpedulian total harga pasar saham daripada harga penawaran asli 13 atau "hot-issue" lanjutan berikutnya ke tawaran tinggi 28. Kutipan terakhir ini setidaknya didasarkan pada antusiasme dan harapan—tidak sebanding dengan kenyataan dan akal sehat, tetapi setidaknya dapat dipahami. Valuasi akhir tahun sebesar \$25 juta diberikan kepada sebuah perusahaan yang telah kehilangan semua kecuali sisa modal yang sangat kecil, yang kondisi benar-benar bangkrut sudah dekat, dan yang kata-kata "antusiasme" atau "harapan" hanya akan menjadi sarkasme pahit. (Memang benar angka-angka akhir tahun belum dipublikasikan pada tanggal 31 Desember, tetapi merupakan urusan rumah-rumah Wall Street yang terkait dengan sebuah perusahaan untuk memiliki laporan operasi bulanan dan gagasan yang cukup tepat tentang bagaimana keadaannya.)

Bab Terakhir

Untuk paruh pertama tahun 1970 perusahaan melaporkan kerugian lebih lanjut dari \$1 juta. Sekarang negara itu mengalami defisit modal yang cukup besar. Itu dijauhkan

kebangkrutan dengan pinjaman yang dibuat oleh Mr Williams, hingga total \$2.500.000. Tampaknya tidak ada pernyataan lebih lanjut yang dikeluarkan, sampai pada bulan Januari 1971 AAA Enterprises akhirnya mengajukan petisi di bank-keputusasaan. Kuotasi untuk saham pada akhir bulan masih 50 sen tawaran saham, atau \$ 1.500.000 untuk seluruh masalah, yang ternyata memiliki tidak lebih dari nilai wallpaper. Akhir cerita kita.

Moral dan Pertanyaan: Publik spekulatif tidak dapat diperbaiki. Di

dalam hal keuangan tidak dapat dihitung lebih dari 3. Ia akan membeli apa saja, dengan harga berapa pun, jika tampaknya ada "tindakan" yang sedang berlangsung. Itu akan jatuh untuk perusahaan mana pun yang dikenal dengan "waralaba," komputer, elektronik, sains, teknologi, atau apa pun yang Anda miliki, ketika mode tertentu sedang mengamuk. Pembaca kami, semua investor yang berakal, tentu saja berada di atas kebodohan semacam itu. Namun pertanyaan tetap ada: Tidakkah seharusnya rumah investasi yang bertanggung jawab diberi kehormatan untuk menahan diri dari mengidentifikasi diri mereka dengan perusahaan semacam itu, sembilan dari sepuluh di antaranya mungkin ditakdirkan untuk gagal total? (Ini sebenarnya situasi ketika penulis memasuki Wall Street pada tahun 1914. Sebagai perbandingan, tampaknya standar etika "Jalan" telah jatuh daripada maju dalam 57 tahun berikutnya, terlepas dari semua reformasi dan semua kontrol.) Dapatkah dan haruskah SEC diberikan kekuasaan lain untuk melindungi publik, di luar kewenangan yang ada saat ini yang terbatas pada keharusan mencetak semua fakta penting yang relevan dalam prospektus penawaran? Haruskah semacam kotak skor untuk penawaran umum dari berbagai jenis dikompilasi dan diterbitkan dengan cara yang mencolok? Jika setiap prospektus, dan mungkin setiap konfirmasi penjualan berdasarkan penawaran awal, membawa semacam jaminan resmi bahwa harga penawaran untuk penerbitan tersebut tidak secara substansial keluar dari harga yang berlaku untuk penerbitan dengan tipe umum yang sama yang telah ditetapkan dalam pasar? Saat kami menulis edisi ini, sebuah gerakan menuju reformasi pelanggaran Wall Street sedang berlangsung. Akan sulit untuk memaksakan perubahan yang bermanfaat di bidang penawaran baru, karena pelanggaran tersebut sebagian besar merupakan hasil dari kelalaian dan keserakahan publik sendiri. Namun, masalah ini patut dipertimbangkan dengan cermat dan lama.*

* Empat kalimat pertama paragraf Graham bisa dibaca sebagai epitaf resmi gelembung Internet dan telekomunikasi yang meledak di awal

2000. Sama seperti peringatan Surgeon General di sisi bungkus rokok tidak menghentikan semua orang untuk menyala, tidak ada reformasi peraturan yang akan pernah mencegah investor dari overdosis pada keserakahan mereka sendiri. (Bahkan Komunisme tidak dapat melarang gelembung pasar; pasar saham China melonjak 101,7% pada paruh pertama tahun 1999, kemudian jatuh.) Bank investasi juga tidak dapat sepenuhnya dibersihkan dari paksaan mereka sendiri

untuk menjual saham apa pun dengan harga berapa pun. pasar akan menanggung. Lingkaran hanya dapat dipatahkan satu investor, dan satu penasihat keuangan, pada satu waktu. Menguasai prinsip-prinsip Graham (lihat khususnya Bab 1, 8, dan 20) adalah cara terbaik untuk memulai.

KOMENTAR CHAPTER 17

Dewa kebijaksanaan, Woden, pergi menemui raja para troll, menangkapnya di lengan, dan menuntut untuk mengetahui tentang dia bagaimana ketertiban bisa menang atas kekacauan. "Berikan aku mata kirimu," kata troll itu, "dan aku akan memberitahumu." Tanpa ragu, Woden melepaskan tangan kirinya mata. "Sekarang beritahu saya." Troll itu berkata, "Rahasiannya adalah, 'Awasi dengan kedua mata!'"

—John Gardner

EM ATAU E THINGS BERUBAH . .

.

Graham menyoroti empat ekstrem:

- "raksasa terhuyung-huyung" yang terlalu mahal
- konglomerat yang membangun kerajaan
- merger di mana sebuah perusahaan kecil mengambil alih perusahaan besar
- penawaran umum perdana saham di perusahaan yang pada dasarnya tidak berharga

Beberapa tahun terakhir telah menyediakan cukup banyak kasus baru tentang ekstremitas Graham untuk mengisi sebuah ensiklopedia. Berikut adalah sampelnya:

LU CENT , BUKAN TRANS SP AR ENT

Pada pertengahan tahun 2000, Lucent Technologies Inc. dimiliki oleh lebih banyak investor daripada saham AS lainnya. Dengan kapitalisasi pasar \$192,9 miliar, itu adalah perusahaan paling berharga ke-12 di Amerika.

Apakah penilaian raksasa itu dibenarkan? Mari kita lihat beberapa dasar dari

Laporan keuangan Lucent untuk kuartal fiskal yang berakhir 30 Juni 2000:¹

¹Dokumen ini, seperti semua laporan keuangan yang dikutip dalam bab ini, tersedia untuk umum melalui Basis Data EDGAR di www.sec.gov.

ANGKA 17-1 Bercahaya Teknologi Inc.

	Untuk kuartal berakhir. . .	
	30 Juni 2000	30 Juni 1999
Penghasilan		
Pendapatan	8.713	7.403
Laba (rugi) dari operasi yang dilanjutkan	(14)	622
Laba (rugi) dari operasi yang dihentikan	(287)	141
Batas pemasukan	(301)	763
Aktiva		
Uang tunai	710	1,495
Piutang	10,101	9,486
niat baik	8.736	3.340*
Biaya pengembangan perangkat lunak yang	576	412
Total aset	46.340	37.156

Semua angka dalam jutaan dolar. * Aset lainnya, termasuk goodwill.

Sumber: Laporan keuangan triwulanan Lucent (Formulir 10-Q).

Membaca lebih dekat laporan Lucent membuat bel alarm berdentang seperti papan tombol telepon yang tidak dijawab:

- Lucent baru saja membeli pemasok peralatan optik, Chromatis Networks, seharga \$4,8 miliar—di mana \$4,2 miliar adalah "niat baik" (atau biaya di atas nilai buku). Chromatis memiliki 150 karyawan, tidak ada pelanggan, dan pendapatan nol, sehingga istilah "niat baik" tampaknya tidak memadai; mungkin "peti harapan" lebih akurat. Jika produk embrionik Chromatis tidak berhasil, Lucent harus membalikkan niat baik dan membebankannya terhadap pendapatan di masa depan.
- Catatan kaki mengungkapkan bahwa Lucent telah meminjamkan \$1,5 miliar kepada pembeli produknya. Lucent juga mendapat jaminan \$350 juta untuk uang yang dipinjam pelanggannya di tempat lain. Total "pembiayaan pelanggan" ini telah berlipat ganda dalam setahun—menunjukkan bahwa pembeli kehabisan uang tunai untuk membeli produk Lucent. Bagaimana jika mereka kehabisan uang untuk membayar hutang mereka?
- Akhirnya, Lucent memperlakukan biaya pengembangan perangkat lunak baru sebagai "aset modal." Bukannya sebuah aset, bukankah itu pengeluaran bisnis rutin yang seharusnya keluar dari pendapatan?

ANGKA 17-1 Bercahaya Teknologi Inc.

KESIMPULAN: Pada bulan Agustus 2001, Lucent menutup divisi Chromatis setelah produknya dilaporkan hanya menarik dua pelanggan.² Pada tahun fiskal 2001, Lucent kehilangan \$16,2 miliar; pada tahun fiskal 2002, ia kehilangan \$ 11,9 miliar lagi. Termasuk dalam kerugian tersebut adalah \$3,5 miliar dalam "pengesahan untuk piutang tak tertagih dan pembiayaan pelanggan," \$4,1 miliar dalam "biaya penurunan nilai yang terkait dengan niat baik," dan \$362 juta dalam biaya "terkait dengan perangkat lunak yang dikapitalisasi."

Saham Lucent, pada \$51,062 pada tanggal 30 Juni 2000, selesai tahun 2002 di \$1,26—kerugian hampir \$190 miliar dalam nilai pasar dalam dua setengah tahun.

EA CQU ADALAH ITI DI MA G I C I A N

Untuk menggambarkan Tyco International Ltd, kita hanya dapat memparafrasekan Winston Churchill dan mengatakan bahwa tidak pernah begitu banyak yang dijual oleh begitu banyak kepada begitu sedikit. Dari tahun 1997 hingga 2001, konglomerat yang berbasis di Bermuda ini menghabiskan total lebih dari \$37 miliar—sebagian besar dalam bentuk saham Tyco—membeli perusahaan seperti Imelda Marcos membeli sepatu. Pada tahun fiskal 2000 saja, menurut laporan tahunannya, Tyco mengakuisisi "kurang lebih 200 perusahaan"—rata-rata lebih dari satu setiap hari.

Hasil? Tyco tumbuh sangat cepat; dalam lima tahun, pendapatan naik dari \$7,6 miliar menjadi \$34 miliar, dan pendapatan operasional melonjak dari a Kerugian \$476 juta menjadi keuntungan \$6,2 miliar. Tidak heran perusahaan memiliki total nilai pasar saham \$ 114 miliar pada akhir tahun 2001.

Tapi laporan keuangan Tyco setidaknya sama mencengangkannya dengan pertumbuhannya. Hampir setiap tahun, mereka menampilkan ratusan juta dolar dalam biaya terkait akuisisi. Biaya ini jatuh ke dalam tiga kategori utama:

- 1) biaya "merger" atau "restrukturisasi" atau "tidak berulang lainnya",
- 2) "beban untuk penurunan nilai aset berumur panjang", dan
- 3) "penghapusan penelitian dan pengembangan dalam proses yang dibeli."

Untuk singkatnya, mari kita lihat jenis muatan pertama sebagai MORON, yang kedua sebagai CHILLA, dan yang ketiga sebagai WOOPRAD. Bagaimana mereka muncul dari waktu ke waktu?

ANGKA 17-1 Bercahaya Teknologi Inc.

²Kematian akuisisi Chromatis dibahas di The Financial Times,

29 Agustus 2001, hal. 1, dan 1 September/2 September 2001, hlm. XXIII.

ANGKA 17-2 Tyco Internasional Ltd.

Fiskal tahun MORON CHILLA WOOPRAD			
1997	918	148	361
1998	0	0	0
1999	1.183	335	0
2000	4175	99	0
2001	234	120	184
Total	2.510	702	545

Semua angka adalah seperti yang dilaporkan semula, dinyatakan dalam ratusan juta dolar. Total "Merger & akuisisi" tidak termasuk kesepakatan penyatuan kepentingan.

Sumber: Laporan tahunan Tyco International (Formulir 10-K).

Seperti yang Anda lihat, biaya MORON — yang seharusnya tidak berulang — muncul dalam empat dari lima tahun dan berjumlah kekalahan \$2,5 miliar. CHILLA muncul sama kronisnya dan berjumlah lebih dari \$700 juta. WOOPRAD mencapai setengah miliar dolar lagi.³

Investor yang cerdas akan bertanya:

- Jika strategi pertumbuhan-melalui-akuisisi Tyco adalah ide yang sangat bagus, mengapa ia harus menghabiskan rata-rata \$750 juta per tahun untuk membersihkan dirinya sendiri?
- Jika, seperti yang tampak jelas, Tyco tidak dalam bisnis membuat sesuatu— melainkan dalam bisnis membeli perusahaan lain yang membuat sesuatu—lalu mengapa biaya MORON-nya "tidak berulang"? Bukankah itu hanya bagian dari biaya normal bisnis Tyco?
- Dan dengan biaya akuntansi untuk akuisisi masa lalu yang menambah pendapatan setiap tahun, siapa yang tahu apa yang akan terjadi tahun depan?

³Saat menghitung akuisisi, memuat di WOOPRAD memungkinkan Tyco untuk mengurangi porsi harga pembelian yang dialokasikan untuk niat baik. Karena WOOPRAD dapat dibebankan di muka, sementara niat baik (berdasarkan aturan akuntansi yang berlaku saat itu) harus dihapuskan selama periode multi-tahun, manuver ini memungkinkan Tyco untuk meminimalkan dampak biaya niat baik pada pendapatan masa depannya.

ANGKA 17-2 Tyco Internasional Ltd.

Bahkan, seorang investor bahkan tidak tahu berapa penghasilan Tyco di masa lalu. Pada tahun 1999, setelah tinjauan akuntansi oleh Komisi Sekuritas dan Bursa AS, Tyco secara surut menambahkan \$257 juta dalam biaya MORON ke biaya tahun 1998—yang berarti bahwa biaya “tidak berulang” tersebut sebenarnya telah berulang pada tahun itu juga. Pada saat yang sama, perusahaan menaikkan kembali biaya tahun 1999 yang awalnya dilaporkan: MORON turun menjadi \$929 juta sementara CHILLA naik menjadi \$507 juta.

Ukuran Tyco jelas tumbuh, tetapi apakah itu tumbuh lebih menguntungkan? Tidak ada orang luar yang bisa mengetahuinya dengan aman.

KESIMPULAN: Pada tahun fiskal 2002, Tyco kehilangan \$9,4 miliar. Saham tersebut, yang telah ditutup pada \$58,90 pada akhir tahun 2001, berakhir pada tahun 2002 pada \$17,08—kerugian 71% dalam dua belas bulan.⁴

AMINNOW SW ALL O WS A WHALE

Pada 10 Januari 2000, America Online, Inc. dan Time Warner Inc. mengumumkan bahwa mereka akan bergabung dalam kesepakatan yang awalnya bernilai \$156 miliar.

Per 31 Desember 1999, AOL memiliki aset \$10,3 miliar, dan pendapatannya selama 12 bulan sebelumnya berjumlah \$5,7 miliar. Time Warner, di sisi lain, memiliki aset \$51,2 miliar dan pendapatan \$27,3 miliar. Time Warner adalah perusahaan yang jauh lebih besar dengan ukuran apa pun kecuali satu: penilaian sahamnya. Karena America Online memukau investor hanya dengan berada di industri Internet, sahamnya terjual 164 kali lipat dari pendapatannya. Stok di Time Warner, tas televisi kabel, film, musik, dan majalah, terjual sekitar 50 kali lipat pendapatan.

Dalam mengumumkan kesepakatan tersebut, kedua perusahaan menyebutnya sebagai “penggabungan strategis yang setara.” Ketua Time Warner, Gerald M. Levin, menyatakan bahwa “kesempatan tidak terbatas bagi semua orang yang terhubung dengan AOL Time Warner”—terutama, tampaknya, bagi para pemegang sahamnya.

Senang bahwa stok mereka akhirnya bisa mendapatkan cap Internet

⁴Pada tahun 2002, mantan kepala eksekutif Tyco, L. Dennis Kozlowski, didakwa oleh otoritas hukum negara bagian dan federal dengan penipuan pajak

ANGKA 17-2 Tyco Internasional Ltd.

penghasilan dan secara tidak patut mengalihkan aset perusahaan Tyco untuk digunakan sendiri, termasuk alokasi \$15.000 untuk tempat payung dan \$6.000 untuk tirai mandi. Kozlowski membantah semua tuduhan.

Sayang, para pemegang saham Time Warner sangat menyetujui

Tetapi mereka mengabaikan beberapa hal:

- "Penggabungan yang setara" ini dirancang untuk memberi pemegang saham America Online 55% dari perusahaan gabungan—meskipun Time Warner lima kali lebih besar.
- Untuk kedua kalinya dalam tiga tahun, Komisi Sekuritas dan Bursa AS menyelidiki apakah America Online telah memperhitungkan biaya pemasaran dengan tidak semestinya.
- Hampir setengah dari total aset America Online—senilai \$4,9 miliar—terdiri dari “sekuritas ekuitas yang tersedia untuk dijual”. Jika harga saham teknologi yang diperdagangkan secara publik turun, itu bisa menghapus banyak basis aset perusahaan.

KESIMPULAN: Pada tanggal 11 Januari 2001, kedua perusahaan menyelesaikan merger mereka. AOL Time Warner Inc. kehilangan \$4,9 miliar pada tahun 2001 dan—dalam kerugian paling besar yang pernah dicatat oleh sebuah perusahaan—selain itu, \$98,7 miliar pada tahun 2002. Sebagian besar kerugian berasal dari penurunan nilai America Online. Pada akhir tahun 2002, para pemegang saham yang diprediksi Levin memiliki peluang "tak terbatas" tidak menunjukkan apa-apa selain kerugian sekitar 80% dalam nilai saham mereka sejak kesepakatan pertama kali diumumkan.⁵

B A N Y O U F L U N K

SAYA NVE IMS NGKINDER GARTE N?

Pada tanggal 20 Mei 1999, eToys Inc. menjual 8% sahamnya kepada publik. Empat bank investasi paling bergengsi di Wall Street—Goldman, Sachs & Co; BancBoston Robertson Stephens; Donaldson, Lufkin & Jenrette; dan Merrill Lynch & Co.—menjamin 8.320.000 lembar saham seharga \$20 masing-masing, mengumpulkan \$166,4 juta. Saham meraung, ditutup pada \$76,5625, naik 282,8% di hari pertama perdagangannya. Pada harga itu, eToys (dengan 102 juta sahamnya) memiliki nilai pasar sebesar \$7,8 miliar.⁶

⁵Pengungkapan: Jason Zweig adalah karyawan Time Inc., sebelumnya merupakan divisi dari

Time Warner dan sekarang menjadi unit AOL Time Warner Inc.

Sayang, para pemegang saham Time Warner sangat menyetujui
"Prospektus eToys memiliki sampul gerbang yang menampilkan kartun asli dari
Arthur si aardvark, menunjukkan dengan gaya komik betapa mudahnya
melakukannya

Sayang, para pemegang saham Time Warner sangat menyetujui

Bisnis apa yang diperoleh pembeli dengan harga tersebut? Penjualan eToys telah meningkat 4,261% di tahun sebelumnya, dan telah menambah 75.000 pelanggan di kuartal terakhir saja. Namun, dalam 20 bulan bisnisnya, eToys telah menghasilkan total penjualan \$30,6 juta, di mana ia mengalami kerugian bersih \$30,8 juta—artinya eToys menghabiskan \$2 untuk menjual mainan senilai setiap dolar.

Prospektus IPO juga mengungkapkan bahwa eToys akan menggunakan sebagian hasil dari penawaran untuk mengakuisisi operasi online lainnya, Baby-Center, Inc., yang telah kehilangan \$4,5 juta pada penjualan \$4,8 juta dibandingkan tahun sebelumnya. (Untuk mendapatkan hadiah ini, eToys hanya akan membayar \$205 juta.) Dan eToys akan “mencadangkan” 40,6 juta lembar saham biasa untuk diterbitkan di masa mendatang kepada manajemen. Jadi, jika eToys menghasilkan uang, laba bersihnya harus dibagi bukan di antara 102 juta saham, tetapi di antara 143 juta—mengencerkan pendapatan per saham di masa depan hampir sepertiganya.

Perbandingan eToys dengan Toys “R” Us, Inc.—saingan terbesarnya—mengejutkan. Dalam tiga bulan sebelumnya, Toys “R” Us telah memperoleh laba bersih \$27 juta dan telah menjual lebih dari 70 kali lebih banyak barang daripada yang dijual eToys dalam satu tahun penuh. Namun seperti yang ditunjukkan Gambar 17-3, pasar saham menilai eToys hampir \$2 miliar lebih banyak daripada Toys “R” Us.

KESIMPULAN: Pada tanggal 7 Maret 2001, eToys mengajukan perlindungan kebangkrutan setelah mengalami kerugian bersih lebih dari \$398 juta dalam masa hidupnya yang singkat sebagai perusahaan publik. Saham, yang mencapai puncaknya pada \$86 per saham pada Oktober 1999, terakhir diperdagangkan untuk satu sen.

membeli tchotchkes untuk anak-anak di eToys daripada di toko mainan tradisional. Seperti yang dikatakan analis Gail Bronson dari IPO Monitor kepada Associated Press pada hari penawaran saham eToys, “eToys telah dengan sangat, sangat cerdas mengelola pengembangan perusahaan tahun lalu dan memposisikan diri mereka sebagai pusat anak-anak Internet.” Bronson menambahkan: “Kunci IPO yang sukses, terutama IPO dot-com, adalah pemasaran dan branding yang baik.” Bronson sebagian benar: Itulah kunci

Sayang, para pemegang saham Time Warner sangat menyetujui keberhasilan IPO bagi perusahaan penerbit dan para bankirnya. Sayangnya, bagi investor kunci sukses IPO adalah pendapatan, yang tidak dimiliki eToys.

ANGKA 17-3 SEBUAH Toy Cerita

	eToys Inc.	Mainan "R" Us, Inc.
	Tahun anggaran yang	Kuartal fiskal berakhir
Penjualan bersih	30	2.166
Batas pemasukan	(29)	27
Uang tunai	20	289
Total aset	31	8.067
Nilai pasar saham biasa (20/5/1999)	7.780	5,650

Semua jumlah dalam jutaan dolar.

Sumber: Pengajuan SEC perusahaan.

Perbandingan Delapan Pasang Perusahaan

Saya Dalam bab ini kita akan mencoba suatu bentuk eksposisi baru. Dengan memilih delapan pasang perusahaan yang muncul bersebelahan, atau hampir sama, pada daftar bursa, kami berharap dapat membawa pulang secara konkret dan jelas beberapa dari banyak jenis karakter, struktur keuangan, kebijakan, kinerja, dan perubahan-perubahan perusahaan korporat, dan sikap investasi dan spekulatif yang ditemukan di kancah keuangan dalam beberapa tahun terakhir. Dalam setiap perbandingan, kami hanya akan mengomentari aspek-aspek yang memiliki arti dan makna khusus.

Pasangan I: Perwalian Investasi Real Estat (toko, kantor, pabrik, dll.) dan Realty Equities Corp. of New York (investasi real estat; konstruksi umum)

Dalam perbandingan pertama ini kita berangkat dari urutan abjad yang digunakan untuk pasangan lainnya. Ini memiliki arti khusus bagi kami, karena tampaknya merangkum, di satu sisi, semua yang masuk akal, stabil, dan umumnya baik dalam metode tradisional menangani uang orang lain, sebaliknya—di sisi lain. pany—dengan ekspansi yang sembrono, legerdemain keuangan, dan perubahan roller-coaster yang begitu sering ditemukan dalam operasi perusahaan masa kini. Kedua perusahaan memiliki nama yang mirip, dan selama bertahun-tahun mereka muncul berdampingan di daftar Bursa Efek Amerika. Simbol stock-ticker mereka—REI dan REC—bisa dengan mudah dikacaukan. Tapi salah satunya adalah perwalian New England yang tenang, dikelola oleh tiga wali, dengan operasi sejak hampir satu abad, dan dengan dividen yang dibayarkan terus menerus sejak 1889.

ekspansinya ke tingkat yang moderat dan utangnya ke angka yang mudah dikelola.*

Yang lainnya adalah usaha pertumbuhan mendadak yang berbasis di New York, yang dalam delapan tahun meledakkan asetnya dari \$6,2 juta menjadi \$154 juta, dan utangnya dalam proporsi yang sama; yang pindah dari operasi real estat biasa ke berbagai usaha, termasuk dua arena pacuan kuda, 74 bioskop, tiga agen sastra, perusahaan hubungan masyarakat, hotel, supermarket, dan 26% saham di perusahaan kosmetik besar (yang pergi bangkrut pada tahun 1970).† Konglomerasi usaha bisnis ini dicocokkan dengan berbagai perangkat perusahaan yang sesuai, termasuk yang berikut:

1. Saham preferen berhak atas dividen tahunan \$7, tetapi dengan nilai nominal hanya \$1, dan dicatat sebagai kewajiban dengan harga \$1 per saham.
2. Nilai saham biasa yang dinyatakan sebesar \$2.500.000 (\$1 per saham), lebih dari diimbangi dengan pengurangan sebesar \$5.500.000 sebagai biaya 209.000 lembar saham yang diperoleh kembali.
3. Tiga seri waran opsi saham, memberikan hak untuk membeli a sebanyak 1.578.000 saham.
4. Sedikitnya enam jenis kewajiban utang yang berbeda, berupa: hipotek, surat utang, wesel, wesel bayar kepada bank, "catatan, pinjaman, dan hutang kontrak," dan pinjaman dibayarkan ke Administrasi Bisnis Kecil, menambahkan hingga lebih dari \$100 juta pada bulan Maret 1969. Selain itu, ia memiliki yang biasa pajak dan hutang dagang.

Mari kita paparkan terlebih dahulu beberapa angka dari kedua perusahaan yang muncul pada tahun 1960 (Tabel 18-1A). Di sini kita menemukan saham Trust yang dijual di pasar sembilan kali lipat dari nilai agregat saham Ekuitas. Perusahaan Perwalian memiliki utang relatif lebih kecil dan lebih baik

* Di sini Graham menggambarkan Trust Investasi Real Estat, yang diakuisisi oleh San Francisco Real Estate Investors pada tahun 1983 seharga \$50 per saham. Paragraf berikutnya menjelaskan Realty Equities Corp. dari New York.

Aktor Paul Newman sempat menjadi pemegang saham utama di Realty Equities Corp. of New York setelah membeli perusahaan produksi filmnya, Kayos, Inc., pada tahun 1969.

TABEL 18-1A. Pasangan 1. Trust Investasi Real Estat vs. Realty Ekuitas Corp. di 1960

	<i>Perumahan Kepercayaan</i>	<i>Realty Equities Corp. dari New York</i>
Pendapatan kotor	\$3.585.000	\$1,484,000
Batas pemasukan	485.000	150.000
Hasilkan per saham	.66	.47
Dividen per saham	tidak	.10
Nilai buku per saham	\$20.	\$4.
Kisaran harga	20–12	5%–4%
Total aset	\$22.700.000	\$6,200,000
Jumlah kewajiban	7.400.000	5.000.000
Nilai buku umum	15.300.000	1.200.000
Nilai pasar rata-rata umum	12.200.000	1.360.000

rasio bersih terhadap kotor, tetapi harga umum lebih tinggi dalam kaitannya dengan pendapatan per saham.

Pada Tabel 18-1B kami menyajikan situasi sekitar delapan tahun kemudian. Trust telah "mempertahankan tenor tanpa suara," meningkatkan pendapatan dan pendapatan per-sahamnya sekitar tiga perempat.* Tapi Realty Equities telah bermetamorfosis menjadi sesuatu yang mengerikan dan rentan.

Bagaimana Wall Street bereaksi terhadap perkembangan yang beragam ini? Dengan memberikan perhatian sesedikit mungkin pada Trust dan banyak pada Ekuitas Realty. Pada tahun 1968 yang terakhir melonjak dari 10 menjadi 37% dan waran yang terdaftar dari 6 hingga 36½, atas penjualan gabungan 2.420.000 saham. Sementara ini terjadi, saham Trust maju dengan tenang dari 20 hingga 30¼ pada volume sederhana. Neraca Ekuitas bulan Maret 1969 menunjukkan nilai aset hanya \$3,41 per saham, kurang dari sepersepuluh dari harga tingginya tahun itu. Nilai buku saham Trust adalah \$20,85.

* Graham, seorang pembaca puisi yang rajin, mengutip "Elegy Writing in a Country Churchyard" karya Thomas Gray.

TSANGGUP 18-1B. Pasangan 1.

*Real Estat Realty Equities Corp.
Investment Trust of New York*

Harga, 31 Desember 1968 26½32½
Jumlah saham biasa 1.423.000 2.311.000 (Maret '69)
Nilai pasar umum \$37.800.000 \$75,000,000
Perkiraan nilai pasar waran — 30.000.000^{sebuah}
Perkiraan nilai pasar
umum dan waran — 105.000.000
Utang 9.600.000 100.800.000
Saham preferen — 2.900.000
Total kapitalisasi \$47.400.000 \$208.700.000
Nilai pasar per saham sebesar
umum, disesuaikan untuk waran — 45 (perkiraan)
Nilai buku per saham \$20,85 (November) \$3,41

November 1968 Maret 1969

Pendapatan \$6,281,000 \$39,706,000
Bersih untuk bunga 2.696.000 11.182.000
Biaya bunga 590,000 6,684,000
Pajak penghasilan 58.000^b2.401.000
Dividen preferen 174,000
Bersih untuk umum 2.048.000 1.943.000
Barang spesial 245.000 cr. 1.896.000 dr.
Jaring akhir untuk umum 2.293.000 47.000
Hasilkan per saham sebelumnya
item khusus \$1,28 \$1,00
Hasilkan per saham setelah
item khusus 1.45 .20
Dividen umum 1,20 .30
Biaya bunga yang diperoleh 4,6 1.8

^{sebuah} Ada waran untuk membeli 1.600.000 atau lebih saham pada berbagai harga. Masalah terdaftar dijual dengan harga 30½ per surat perintah.

^b Sebagai kepercayaan realty, perusahaan ini tidak dikenakan pajak penghasilan Federal pada tahun 1968.

Tahun berikutnya menjadi jelas bahwa semuanya tidak baik dalam gambaran Ekuitas, dan harganya turun menjadi 9%. Ketika laporan untuk bulan Maret 1970 muncul, para pemegang saham pasti merasa sangat terkejut ketika mereka membaca bahwa perusahaan telah mengalami kerugian bersih sebesar \$13.200.000, atau \$5,17 per saham—hampir menghapus ekuitas tipis mereka sebelumnya. (Angka bencana ini termasuk cadangan \$8.800.000 untuk kerugian investasi di masa depan.) Meskipun demikian, para direktur dengan berani (?) mengumumkan dividen ekstra 5 sen tepat setelah penutupan tahun fiskal. Tapi lebih banyak masalah yang terlihat. Auditor perusahaan menolak untuk mengesahkan laporan keuangan untuk 1969-1970, dan saham ditangguhkan dari perdagangan di American Stock Exchange. Di pasar over-the-counter, harga penawaran turun di bawah \$2 per saham.*

Saham Trust Investasi Real Estat memiliki fluktuasi harga yang khas setelah tahun 1969. Rendahnya pada tahun 1970 adalah 16%, dengan pemulihan ke 26% Diawal 1971. Laba terakhir yang dilaporkan adalah \$1,50 per saham, dan saham tersebut dijual cukup tinggi di atas nilai buku tahun 1970-nya sebesar \$21,60. Masalah ini mungkin agak terlalu mahal pada rekor tertinggi pada tahun 1968, tetapi pemegang saham telah jujur dan dilayani dengan baik oleh wali mereka. Kisah Ekuitas Real Estat berbeda dan menyedihkan.

Pasangan 2: Air Products and Chemicals (gas industri dan medis, dll.) dan Air Reduction Co. (gas dan peralatan industri; bahan kimia)

Bahkan lebih dari pasangan pertama kami, keduanya mirip satu sama lain dalam nama dan lini bisnis. Perbandingan yang mereka undang dengan demikian adalah tipe konvensional dalam analisis keamanan, sementara sebagian besar pasangan kami yang lain lebih bersifat heteroklit.† “Produk” adalah yang lebih baru

* Ekuitas Realiti dihapus dari Bursa Efek Amerika pada September 1973. Pada 1974, Komisi Sekuritas dan Bursa AS menggugat akuntan Ekuitas Realiti karena penipuan. Pendiri Realty Equities, Morris Karp, kemudian mengaku bersalah atas satu tuduhan pencurian besar. Pada tahun 1974–1975, utang berlebihan yang dikritik Graham menyebabkan krisis keuangan di antara bank-bank besar, termasuk Chase Manhattan, yang telah meminjamkan banyak uang kepada perwalian realty paling agresif.

“Heterolit” adalah istilah teknis dari bahasa Yunani klasik yang digunakan Graham untuk mengartikan abnormal atau tidak biasa.

perusahaan daripada "Reduksi," dan pada tahun 1969 memiliki kurang dari setengah volume yang lain. * Meskipun demikian, masalah ekuitasnya terjual 25% lebih banyak secara agregat daripada saham Air Reduction. Seperti yang ditunjukkan Tabel 18-2, alasannya dapat ditemukan baik dalam profitabilitas Pengurangan Udara yang lebih besar maupun dalam catatan pertumbuhannya yang lebih kuat. Kami menemukan di sini konsekuensi khas dari pertunjukan "kualitas" yang lebih baik. Air Products dijual dengan harga $16\frac{1}{2}$ kali pendapatan terbaru terhadap hanya 9,1 kali untuk Pengurangan Udara. Air Products juga dijual jauh di atas dukungan asetnya, sementara Air Reduction hanya bisa dibeli dengan 75% dari nilai bukunya.† Air Reduction membayar dividen yang lebih bebas; tetapi ini dapat dianggap mencerminkan keinginan yang lebih besar bagi Air Products untuk mempertahankan pendapatannya. Juga, Air Reduction memiliki posisi modal kerja yang lebih nyaman. (Dalam hal ini kami mungkin berkomentar bahwa perusahaan yang menguntungkan selalu dapat menempatkan posisinya saat ini dengan beberapa bentuk pembiayaan permanen. Tetapi menurut standar kami, Air Products agak berlebihan.)

Jika analis diminta untuk memilih di antara kedua perusahaan tersebut, dia tidak akan kesulitan menyimpulkan bahwa prospek Air Products tampak lebih menjanjikan daripada prospek Air Reduction. Namun apakah ini membuat Air Products lebih menarik dengan harga relatif yang jauh lebih tinggi? Kami ragu apakah pertanyaan ini dapat dijawab dengan cara yang pasti. Secara umum, Wall Street menetapkan "kualitas" di atas "kuantitas" dalam pemikirannya, dan mungkin mayoritas analis keamanan akan memilih Air Products yang "lebih baik" tetapi lebih mahal daripada Air Reduction yang "miskin" tetapi lebih murah. Apakah preferensi ini untuk membuktikan benar atau salah lebih mungkin bergantung pada masa depan yang tidak dapat diprediksi daripada pada prinsip investasi apa pun yang dapat dibuktikan. Dalam hal ini, Air Reduction tampaknya termasuk dalam kelompok perusahaan penting di kelas pengganda rendah. Jika,

* Dengan "volume", Graham mengacu pada penjualan atau pendapatan—jumlah total dolar dari setiap bisnis perusahaan.

"Aset backing" dan nilai buku adalah sinonim. Pada Tabel 18-2, hubungan harga dengan aset atau nilai buku dapat dilihat dengan membagi baris pertama ("Harga, 31 Desember 1969") dengan "Nilai buku per saham".

Graham mengutip penelitiannya tentang nilai saham, yang dia diskusikan di Bab 15 (lihat hal. 389). Sejak Graham menyelesaikan studinya, sejumlah besar karya ilmiah telah mengkonfirmasi bahwa nilai saham mengungguli (lanjutan pada hal. 453)

utuhkemungkinan akan memberikan perhitungan yang lebih baik daripada saham pengganda tinggi, maka Pengurangan Udara secara logis harus diberikan preferensi—tetapi hanya sebagai bagian dari operasi yang terdiversifikasi. (Juga, studi menyeluruh terhadap masing-masing perusahaan dapat mengarahkan analisis ke kesimpulan yang berlawanan; tetapi itu harus karena alasan di luar yang sudah tercermin dalam pertunjukan sebelumnya.)

Sekuel: Air Products berdiri lebih baik daripada Air Reduction di

TSANGGUP 18-2. Pasangan 2.

	Produk Udara	Pengurangan Udara
Harga, 31 Desember 1969	39½	16⅞
Jumlah saham biasa	5,832,000 ^{sebuah}	11,279,000
Nilai pasar umum	\$231.000.000	\$185.000.000
Utang	113.000.000	179.000.000
Total kapitalisasi di pasar	344.000.000	364.000.000
Nilai buku per saham	\$22.89	\$21.91
Penjualan	\$221.500.000	\$487.600.000
Batas pemasukan	13.639.000	20.326.000
Pendapatan per saham, 1969	\$2,40	\$1.80
Pendapatan per saham, 1964	1.51	1.51
Pendapatan per saham, 1959	.52	1.95
Tingkat dividen saat ini	.20	.80
Dividen sejak	1954	1917
Rasio:		
Harga/penghasilan	16,5	9.1
Harga/nilai buku	165,0%	75,0%
Hasil dividen	0,5%	4.9%
Penjualan bersih	6.2%	4.25%
Penghasilan/nilai buku	11,0%	8.2%
Aset/kewajiban lancar	1.53	3.77
Modal kerja/hutang	.32	.85
Pertumbuhan pendapatan per saham		
1969 versus 1964	+59%	+19%
1969 versus 1959	+362%	menguran

sebuah Dengan asumsi konversi saham preferen.

1970 break, dengan penurunan 16% melawan 24%. Namun, Pengurangan membuat comeback yang lebih baik di awal tahun 1971, naik menjadi 50% di atas penutupan tahun 1969, terhadap 30% untuk Produk. Dalam hal ini, masalah pengganda rendah mencetak keuntungan—setidaknya untuk saat ini.*

Pasangan 3: American Home Products Co. (obat-obatan, kosmetik, produk rumah tangga, permen) dan American Hospital Supply Co. (distributor dan produsen perlengkapan dan peralatan rumah sakit)

Ini adalah dua perusahaan "miliar dolar" pada akhir tahun 1969, mewakili segmen yang berbeda dari "industri kesehatan" yang berkembang pesat dan sangat menguntungkan. Kami akan menyebut mereka sebagai Rumah dan Rumah Sakit, masing-masing. Data terpilih pada keduanya disajikan pada Tabel 18-3. Mereka memiliki kesamaan poin yang menguntungkan berikut: pertumbuhan yang sangat baik, tanpa kemunduran sejak tahun 1958 (yaitu, stabilitas pendapatan 100%); dan kondisi keuangan yang kuat. Tingkat pertumbuhan Rumah Sakit hingga akhir tahun 1969 jauh lebih tinggi daripada Rumah Sakit. Di sisi lain, Home menikmati profitabilitas yang jauh lebih baik dari penjualan maupun modal.[†] (Faktanya, tingkat pendapatan Rumah Sakit yang relatif rendah atas modalnya pada tahun 1969—hanya 9,7%—menimbulkan pertanyaan menarik apakah bisnis itu sebenarnya merupakan yang sangat menguntungkan,

Ketika harga komparatif diperhitungkan, Rumah ditawarkan

(lanjutan dari hal. 451)saham pertumbuhan dalam jangka waktu yang lama. (Banyak penelitian terbaik dalam keuangan modern hanya memberikan konfirmasi independen tentang apa yang ditunjukkan Graham beberapa dekade yang lalu.) Lihat, misalnya, James L. Davis, Eugene F. Fama, dan Kenneth R. French, "Characteristics, Covariances, and Pengembalian Rata-Rata: 1929–1997," di <http://papers.ssrn.com>.

* Air Products and Chemicals, Inc., masih ada sebagai saham yang diperdagangkan secara publik dan termasuk dalam indeks 500 saham Standard & Poor's. Air Reduction Co. menjadi anak perusahaan yang sepenuhnya dimiliki oleh The BOC Group (kemudian dikenal sebagai British Oxygen) pada tahun 1978.

Anda dapat menentukan profitabilitas, yang diukur dengan laba atas penjualan dan pengembalian modal, dengan mengacu pada bagian “Rasio” pada Tabel 18-3. “Bersih/penjualan” mengukur laba atas penjualan; “Penghasilan/nilai buku” mengukur pengembalian modal.

TSANGGUP 18-3. Pasangan 3.

	<i>Rumah Amerika Produk 1969</i>	<i>Rumah Sakit Amerika</i>
Harga, 31 Desember 1969	72	45 $\frac{1}{8}$
Jumlah saham biasa	52.300.000	33.600.000
Nilai pasar umum	\$3.800.000.000	\$1.516.000.000
Utang	11.000.000	18.000.000
Total kapitalisasi di pasar	3.811.000.000	1.534.000.000
Nilai buku per saham	\$5,73	\$7.84
Penjualan	\$1.193.000.000	\$446.000.000
Batas pemasukan	123.300.000	25.000.000
Pendapatan per saham, 1969	\$2,32	\$0,77
Pendapatan per saham, 1964	1.37	.31
Pendapatan per saham, 1959	.92	.15
Tingkat dividen saat ini	1.40	.24
Dividen sejak	1919	1947
Rasio:		
Harga/penghasilan	31.0	58.5
Harga/nilai buku	1250.0%	575,0%
Hasil dividen	1,9%	0,55%
Penjualan bersih	10,7%	5,6%
Penghasilan/nilai buku	41,0%	9,5%
Aset/kewajiban lancar	2.6	4,5
Pertumbuhan pendapatan per		
1969 versus 1964	+75%	+142%
1969 versus 1959	+161%	+405%

lebih untuk uang dalam hal pendapatan saat ini (atau masa lalu) dan dividen. Nilai buku Home yang sangat rendah menggambarkan ambiguitas atau kontradiksi dasar dalam analisis saham biasa. Di satu sisi, ini berarti perusahaan memperoleh pengembalian modal yang tinggi—yang secara umum merupakan tanda kekuatan dan kemakmuran. Di sisi lain, ini berarti bahwa investor pada harga saat ini akan sangat rentan terhadap setiap perubahan penting yang merugikan dalam situasi pendapatan perusahaan. Karena Rumah Sakit menjual lebih dari empat kali nilai bukunya pada tahun 1969, pernyataan peringatan ini harus diterapkan pada kedua perusahaan.

* American Home Products Co. sekarang dikenal sebagai Wyeth; saham tersebut termasuk dalam indeks 500 saham Standard & Poor's. American Hospital Supply Co. diakuisisi oleh Baxter Healthcare Corp. pada tahun 1985.

angka yang diterbitkan hanya pada tahun 1961, di mana tahun itu memperoleh \$83.000 dari pendapatan \$610.000. Tetapi delapan tahun kemudian, pada tanggal perbandingan kami, pendapatannya melonjak menjadi \$53,6 juta dan bersihnya menjadi \$6,3 juta. Saat itu sikap pasar saham terhadap pemain bagus ini tampak sangat gembira. Harga 55 pada penutupan tahun 1969 lebih dari 100 kali lipat dari pendapatan 12 bulan terakhir yang dilaporkan—yang tentu saja merupakan yang terbesar hingga saat ini. Nilai pasar keseluruhan sebesar \$300 juta untuk penerbitan saham hampir 30 kali lipat dari aset berwujud di balik saham tersebut.* Ini hampir tidak pernah terdengar dalam sejarah penilaian pasar saham yang serius. (Saat itu IBM menjual sekitar 9 kali lipat dan Xerox 11 kali nilai buku.)

Tabel 18-4 kami menetapkan dalam angka dolar dan dalam rasio perbedaan yang luar biasa dalam penilaian komparatif Block dan Blue Bell. Benar, Block menunjukkan dua kali profitabilitas Blue Bell per dolar modal, dan persentase pertumbuhan pendapatannya selama lima tahun terakhir (dari hampir tidak ada) jauh lebih tinggi. Tetapi sebagai perusahaan saham, Blue Bell menjual kurang dari sepertiga nilai total Blok, meskipun Blue Bell melakukan bisnis empat kali lipat, menghasilkan 2½ kali lebih banyak untuk stoknya, punya 5½ kali lebih banyak dalam investasi berwujud, dan memberikan sembilan kali lipat hasil dividen pada harga.

SayadIBUTUHKANCKESIMPULAN: Seorang analis yang berpengalaman akan memberikan momentum besar untuk Block, menyiratkan prospek yang sangat baik untuk pertumbuhan di masa depan. Dia mungkin memiliki beberapa keraguan tentang bahaya persaingan serius di bidang layanan pajak pendapatan, terpikat oleh pengembalian modal yang besar yang direalisasikan oleh Block.¹Namun, mengingat kesuksesan yang berkelanjutan dari perusahaan-perusahaan luar biasa seperti Produk Avon di area yang sangat kompetitif, dia akan ragu-ragu untuk memprediksi kurva pertumbuhan Blok akan mendatar dengan cepat. Ketuanya _____

* "Hampir 30 kali" tercermin dalam entri 2920% di bawah "Harga/nilai buku" di bagian Rasio pada Tabel 18-4. Graham akan menggelengkan kepalanya karena heran selama akhir 1999 dan awal 2000, ketika banyak perusahaan teknologi tinggi menjual ratusan kali nilai aset mereka (lihat komentar pada bab ini). Bicara tentang "hampir tidak pernah terdengar dalam sejarah penilaian pasar saham yang serius"! H & R Block tetap menjadi perusahaan publik, sementara Blue Bell diambil alih pada tahun 1984 dengan harga \$ 47,50 per saham.

TSANGGUP 18-4. Pasangan 4.

	Blok H & R 1969	Lonceng Biru 1969
Harga, 31 Desember 1969	55	49 $\frac{3}{4}$
Jumlah saham biasa	5,426.000	1.802.000 ^s
Nilai pasar umum	\$298.000.000	\$89.500.000
Utang	—	17.500.000
Total kapitalisasi di pasar	298.000.000	107.000.000
Nilai buku per saham	\$1.89	\$34,54
Penjualan	\$53.600.000	\$202.700.000
Batas pemasukan	6.380.000	7.920.000
Pendapatan per saham, 1969	\$0,51 (Oktober)	\$4,47
Pendapatan per saham, 1964	.07	2.64
Pendapatan per saham, 1959	—	1.80
Tingkat dividen saat ini	.24	1.80
Dividen sejak	1962	1923
Rasio:		
Harga/penghasilan	108.0	11.2
Harga/nilai buku	2920%	142%
Hasil dividen	0,4%	3,6%
Penjualan bersih	11,9%	3,9%
Penghasilan/nilai buku	27%	12,8%
Aset/kewajiban lancar	3.2	2.4
Modal kerja/hutang	tidak ada	3.75
Pertumbuhan pendapatan per saham	hutan	
1969 versus 1964	+630%	+68%
1969 versus 1959	—	+148%

sebuah^s Dengan asumsi konversi saham preferen.

Kekhawatirannya hanyalah apakah penilaian \$300 juta untuk perusahaan belum sepenuhnya dinilai dan mungkin dinilai terlalu tinggi semua yang dapat diharapkan secara wajar dari bisnis yang luar biasa ini. Sebaliknya, analis seharusnya memiliki sedikit kesulitan dalam merekomendasikan Blue Bell sebagai perusahaan yang bagus, dengan harga yang cukup konservatif.

Ssama denganMLENGKUNGAN1971. Tahun 1970 yang hampir panik memotong seperempat dari harga Blue Bell dan sekitar sepertiga dari harga Block. Keduanya kemudian bergabung dalam pemulihan luar biasa dari pasar umum.

TSANGGUP 18-4. Pasangan 4.

ket. Harga Block naik menjadi 75 pada Februari 1971, tetapi Blue Bell naik jauh lebih tinggi—setara dengan 109 (setelah pembagian tiga-untuk-dua). Jelas Blue Bell membuktikan pembelian yang lebih baik daripada Block pada akhir 1969. Tetapi fakta bahwa Block mampu naik sekitar 35% dari nilai yang tampaknya meningkat itu menunjukkan betapa waspadanya para analis dan investor untuk menjual perusahaan yang baik secara singkat — baik dengan kata atau perbuatan—tidak peduli seberapa tinggi kutipannya.*

Pair 5: International Flavours & Fragrances (rasa, dll., untuk bisnis lain) dan International Harvester Co. (produsen truk, mesin pertanian, mesin konstruksi)

Perbandingan ini seharusnya membawa lebih dari satu kejutan. Semua orang tahu tentang International Harvester, salah satu dari 30 raksasa di Dow Jones Industrial Average.[†] Berapa banyak dari pembaca kami yang pernah mendengar International Flavours & Fragrances, tetangga sebelah Harvester di daftar Bursa Efek New York? Namun, diktu ajaib, IFF sebenarnya menjual pada akhir tahun 1969 dengan nilai pasar agregat yang lebih tinggi daripada Harvester—\$747 juta versus \$710 juta. Ini lebih menakutkan ketika seseorang mencerminkan bahwa Harvester memiliki 17 kali modal saham Flavours dan 27 kali penjualan tahunan. Di

* Graham memperingatkan pembaca akan bentuk "kekeliruan penjudi", di mana investor percaya bahwa saham yang dinilai terlalu tinggi harus turun harganya murni karena dinilai terlalu tinggi. Sama seperti koin tidak menjadi lebih mungkin untuk muncul setelah mendarat di ekor selama sembilan kali berturut-turut, sehingga saham yang dinilai terlalu tinggi (atau pasar saham!) dapat tetap dinilai terlalu tinggi untuk waktu yang sangat lama. Itu membuat short-selling, atau bertaruh bahwa saham akan turun, terlalu berisiko bagi manusia biasa.

International Harvester adalah pewaris McCormick Harvesting Machine Co., produsen mesin penuai McCormick yang membantu menjadikan negara bagian barat tengah sebagai “keranjang roti dunia.” Tetapi International Harvester mengalami masa-masa sulit pada tahun 1970-an dan, pada tahun 1985, menjual bisnis peralatan pertaniannya ke Tenneco. Setelah mengubah namanya menjadi Navistar, perusahaan yang tersisa dikeluarkan dari Dow pada tahun 1991 (meskipun tetap menjadi anggota indeks S&P 500). International Flavours & Fragrances, juga merupakan konstituen dari S & P 500, memiliki total nilai pasar

TSANGGUP 18-4. Pasangan 4.

saham sebesar \$3 miliar pada awal tahun 2003, dibandingkan \$1,6 miliar untuk Navistar.

TSANGGUP 18-5. Pasangan 5.

*Rasa Internasional Internasional
& Wewangian 1969 Harvester 1969*

Harga, 31 Desember 1969	65½	24¾
Jumlah saham biasa	11.400.000	27.329.000
Nilai pasar umum	\$747.000.000	\$710.000.000
Hutang	4.000.000	313.000.000
Total kapitalisasi pasar	751.000.000	1.023.000.000
Nilai buku per saham	\$6,29	\$41,70
Penjualan	\$94.200.000	\$2.652.000.000
Laba bersih	13.540.000	63.800.000
Pendapatan per saham, 1969	\$1,19	\$2,30
Laba per saham, 1964	0,62	3,39
Laba per saham, 1959	.28	2.83
Tingkat dividen saat ini	.50	1.80
Dividen sejak 1956	1910	
Rasio:		
	Harga/penghasilan	55.0 10.7
	Harga/nilai buku	1050.0% 59,0%
	Hasil dividen	0,9% 7,3%
	Bersih/penjualan	14,3% 2,6%
	Pendapatan/nilai buku	19,7% 5,5%
	Aset/liabilitas lancar	3.7 2.0
	Modal kerja/hutang besar	1.7
	Bunga yang diperoleh — (sebelum pajak)	3,9
Pertumbuhan pendapatan per saham		
	1969 versus 1964	+93% +9%
	1969 versus 1959	+326% +39%

faktanya, hanya tiga tahun sebelumnya, pendapatan bersih Harvester lebih besar dari penjualan Flavours tahun 1969! Bagaimana perbedaan yang luar biasa ini berkembang? Jawabannya terletak pada dua kata ajaib: profitabilitas dan pertumbuhan. Flavours tampil luar biasa di kedua kategori, sementara Harvester meninggalkan semua yang diinginkan.

Kisah ini diceritakan dalam Tabel 18-5. Di sini kita menemukan Flavours dengan keuntungan sensasional sebesar 14,3% dari penjualan (sebelum pajak penghasilan angkanya adalah 23%), dibandingkan dengan hanya 2,6% untuk Harvester. Demikian pula, Rasa

TSANGGUP 18-5. Pasangan 5.

telah memperoleh 19,7% dari modal sahamnya dibandingkan 5,5% yang tidak memadai yang diperoleh Harvester. Dalam lima tahun, pendapatan bersih Flavours hampir dua kali lipat, sementara Harvester praktis tidak bergerak. Antara 1969 dan 1959 perbandingan membuat bacaan serupa. Perbedaan kinerja ini menghasilkan divergensi pasar saham yang khas dalam penilaian. Flavours terjual pada tahun 1969 dengan 55 kali pendapatan terakhir yang dilaporkan, dan Harvester hanya 10,7 kali. Sejalan dengan itu, Flavours dihargai 10,4 kali nilai bukunya, sementara Harvester menjual dengan diskon 41% dari kekayaan bersihnya.

KKOMENTAR DAN KESIMPULAN: Hal pertama yang perlu diperhatikan adalah bahwa kesuksesan pasar Flavours sepenuhnya didasarkan pada pengembangan bisnis pusatnya, dan tidak melibatkan roda dan transaksi perusahaan, program akuisisi, struktur kapitalisasi yang sangat besar, dan Wall Street lainnya yang sudah dikenal. praktik beberapa tahun terakhir. Perusahaan telah terjebak pada rajutannya yang sangat menguntungkan, dan itu hampir keseluruhan ceritanya. Catatan Harvester menimbulkan serangkaian pertanyaan yang sama sekali berbeda, tetapi ini juga tidak ada hubungannya dengan "keuangan tinggi." Mengapa begitu banyak perusahaan besar menjadi relatif tidak menguntungkan bahkan selama bertahun-tahun kemakmuran umum? Apa keuntungan melakukan lebih dari \$2?½ miliar bisnis jika perusahaan tidak dapat memperoleh cukup uang untuk membenarkan investasi pemegang saham? Bukan hak kami untuk meresepkan solusi dari masalah ini. Tetapi kami bersikeras bahwa tidak hanya manajemen tetapi jajaran pemegang saham harus sadar bahwa masalah itu ada dan itu membutuhkan otak terbaik dan upaya terbaik yang mungkin untuk mengatasinya.* Dari sudut pandang pemilihan saham biasa - tion, tidak ada masalah akan memenuhi standar kami yang sehat, investasi yang cukup menarik, dan harga moderat. Flavours adalah tipikal perusahaan yang sangat sukses tetapi sangat dihargai; _____

* Untuk lebih banyak pemikiran Graham tentang aktivisme pemegang saham, lihat komentar di Bab 19. Dalam mengkritik Harvester atas penolakannya untuk memaksimalkan nilai pemegang saham, Graham dengan luar biasa mengantisipasi perilaku manajemen masa depan perusahaan. Pada tahun 2001, mayoritas pemegang saham memilih untuk menghapus pembatasan Navistar terhadap tawaran pengambilalihan dari luar—tetapi dewan direksi menolak untuk melaksanakan keinginan pemegang saham. Sungguh luar biasa

TSANGGUP 18-5. Pasangan 5.

bahwa kecenderungan antidemokrasi dalam budaya beberapa perusahaan dapat bertahan selama beberapa dekade.

Pertunjukan Harvester terlalu biasa-biasa saja untuk membuatnya bahkan dengan harga diskon. (Tidak diragukan lagi ada nilai yang lebih baik yang tersedia di kelas dengan harga terjangkau.)

Ssama dengan 1971: Harga Harvester yang rendah pada akhir tahun 1969 melindunginya dari penurunan besar lebih lanjut di jeda buruk tahun 1970. Hanya kehilangan 10% lebih banyak. Rasa terbukti lebih rentan dan menurun menjadi 45, kehilangan 30%. Dalam pemulihan berikutnya keduanya maju, jauh di atas penutupan tahun 1969, tetapi Harvester segera turun kembali ke level 25.

Pasangan 6: McGraw Edison (utilitas dan peralatan publik; peralatan rumah tangga) McGraw-Hill, Inc. (buku, film, sistem instruksi; penerbit majalah dan surat kabar; layanan informasi)

Pasangan dengan nama yang sangat mirip ini—yang kadang-kadang kita sebut Edison dan Hill—adalah dua perusahaan besar dan sukses di bidang yang sangat berbeda. Kami telah memilih 31 Desember 1968, sebagai tanggal perbandingan kami, yang dikembangkan pada Tabel 18-6. Masalah-masalah itu dijual dengan harga yang hampir sama, tetapi karena kapitalisasi Hill yang lebih besar, itu dihargai sekitar dua kali lipat angka total yang lain. Perbedaan ini seharusnya tampak agak mengejutkan, karena Edison memiliki sekitar

50% penjualan lebih tinggi dan laba bersih seperempat lebih besar. Hasilnya, kami menemukan bahwa rasio kunci—pengganda pendapatan—lebih dari dua kali lebih besar untuk Hill daripada Edison. Fenomena ini tampaknya dapat dijelaskan terutama oleh kegigihan antusiasme dan keberpihakan yang kuat yang ditunjukkan oleh pasar terhadap saham-saham perusahaan penerbitan buku, beberapa di antaranya telah diperkenalkan ke perdagangan publik pada akhir tahun 1960-an.*

Sebenarnya, pada akhir tahun 1968, antusiasme ini sudah terlihat berlebihan. Saham Hill telah dijual dengan harga 56 pada tahun 1967, lebih dari 40 kali lipat rekor pendapatan yang baru saja dilaporkan untuk tahun 1966. Namun penurunan kecil telah muncul pada tahun 1967 dan penurunan lebih lanjut pada tahun 1968. Jadi pengganda tinggi saat ini sebesar 35 diterapkan pada perusahaan itu

Pertunjukan Harvester terlalu biasa-biasa saja untuk membuatnya

* McGraw-Hill tetap menjadi perusahaan publik yang memiliki, antara lain, majalah BusinessWeek dan Standard & Poor's Corp. McGraw-Edison sekarang menjadi divisi dari Cooper Industries.

Pertunjukan Harvester terlalu biasa-biasa saja untuk membuatnya

TSANGGUP 18-6. Pasangan 6.	McGraw	McGraw-Hill
	Edison 1968	1968
Harga, 31 Desember 1968	37 ⁵ / ₈	39 ³ / ₄
Jumlah saham biasa	13.717.000	24.200.000 ^{se}
Nilai pasar umum	\$527.000.000	\$962.000.000
Utang	6.000.000	53.000.000
Total kapitalisasi di pasar	533.000.000	1.015.000.000
Nilai buku per saham	\$20.53	\$5,00
Penjualan	\$568.600.000	\$398.300.000
Batas pemasukan	33.400.000	26.200.000
Pendapatan per saham, 1968	\$2,44	\$1,13
Pendapatan per saham, 1963	1.20	.66
Pendapatan per saham, 1958	1.02	.46
Tingkat dividen saat ini	1.40	.70
Dividen sejak	1934	1937
Rasio:		
Harga/penghasilan	15.5	35.0
Harga/nilai buku	183,0%	795,0%
Hasil dividen	3,7%	1,8%
Penjualan bersih	5,8%	6,6%
Penghasilan/nilai buku	11,8%	22,6%
Aset/kewajiban lancar	3.95	1.75
Modal kerja/hutang	besar	1.75
1968 versus 1963	+104%	+71%
Pertumbuhan pendapatan per saham 1968 versus 1958	+139%	+146%

^{sebuah} Dengan asumsi konversi saham preferen.

sudah menunjukkan dua tahun keuntungan surut. Meskipun demikian, saham itu masih dinilai lebih dari delapan kali lipat dukungan aset berwujudnya, yang menunjukkan komponen niat baik tidak jauh dari satu miliar dolar! Jadi harga itu tampaknya menggambarkan—dalam ungkapan terkenal Dr. Johnson—“Kemenangan harapan atas pengalaman.”

Pertunjukan Harvester terlalu biasa-biasa saja untuk membuatnya. Sebaliknya, McGraw Edison tampaknya dikutip pada harga yang wajar dalam kaitannya dengan tingkat pasar umum (tinggi) dan kinerja keseluruhan dan posisi keuangan perusahaan.

SSAMA DENGAN AWAL1971: Penurunan pendapatan McGraw-Hill berlanjut sampai tahun 1969 dan 1970, turun menjadi \$1,02 dan kemudian ke

\$0,82 per saham. Pada bencana Mei 1970, harganya mengalami penembusan yang menghancurkan ke 10—kurang dari seperlima dari angka dua tahun sebelumnya. Ini memiliki pemulihan yang baik setelahnya, tetapi tinggi 24 Mei 1971 masih hanya 60% dari harga penutupan 1968. McGraw Edison memberikan penjelasan yang lebih baik—menurun menjadi 22 pada tahun 1970 dan pulih sepenuhnya menjadi

41½ pada Mei 1971.*

McGraw-Hill terus menjadi perusahaan yang kuat dan makmur. Tetapi riwayat harganya mencontohkan — seperti halnya banyak kasus lainnya —

bahaya spekulatif dalam saham semacam itu yang diciptakan oleh Wall Street melalui

gelombang optimisme dan pesimisme yang tidak disiplin.

Pasangan 7: National General Corp. (konglomerat besar) dan National Presto Industries (berbagai peralatan listrik, persenjataan)

Kedua perusahaan ini mengundang perbandingan terutama karena mereka sangat berbeda. Mari kita sebut mereka "Jenderal" dan "Presto." Kami telah memilih akhir tahun 1968 untuk penelitian kami, karena penghapusan yang diambil oleh Jenderal pada tahun 1969 membuat angka-angka untuk tahun itu terlalu ambigu. Rasa penuh dari aktivitas General yang jauh tidak dapat dinikmati tahun sebelumnya, tetapi sudah cukup konglomerat untuk selera siapa pun. Deskripsi ringkas di Stock Guide berbunyi "Rantai teater nasional; produksi film dan TV, simpan pinjam, penerbitan buku." Yang dapat ditambahkan, dulu atau nanti, "asuransi, perbankan investasi, rekaman, penerbitan musik, layanan komputerisasi, real estat—dan 35% dari Performance Systems Inc. (nama baru-baru ini diubah dari Chicken System Inc. Minnie Pearl)." Presto juga pernah mengikuti program diversifikasi, tetapi dibandingkan dengan Jenderal itu memang sederhana. Dimulai sebagai pembuat pressure cooker terkemuka, ia telah merambah ke berbagai peralatan rumah tangga dan listrik lainnya. Cukup berbeda, juga, dibutuhkan sejumlah kontrak persenjataan untuk pemerintah AS.

* Dalam “bencana Mei 1970” yang dimaksud Graham, pasar saham AS kehilangan 5,5%. Dari akhir Maret hingga akhir Juni 1970, indeks S&P 500 kehilangan 19% nilainya, salah satu pengembalian tiga bulan terburuk dalam catatan.

Tabel 18-7 kami merangkum penampilan perusahaan pada akhir tahun 1968. Struktur modal Presto sesederhana mungkin—tidak lebih dari 1.478.000 lembar saham biasa, dijual di pasar seharga \$58 juta. Sebaliknya, General memiliki lebih dari dua kali lebih banyak saham biasa, ditambah satu penerbitan saham preferen konvertibel, ditambah tiga penerbitan waran saham yang meminta sejumlah besar saham biasa, ditambah penerbitan obligasi konvertibel yang menjulang tinggi (hanya diberikan untuk ditukar dengan saham biasa). perusahaan asuransi), ditambah sejumlah obligasi yang tidak dapat dikonversi. Semua ini menambah kapitalisasi pasar sebesar \$534 juta, belum termasuk penerbitan obligasi konversi yang akan datang, dan \$750 juta, termasuk penerbitan tersebut. Meskipun kapitalisasi Jenderal Nasional jauh lebih besar, itu sebenarnya telah melakukan bisnis kotor jauh lebih sedikit daripada Presto di tahun fiskal mereka,

Penentuan nilai pasar sebenarnya dari kapitalisasi saham biasa General menghadirkan masalah yang menarik bagi analis keamanan dan memiliki implikasi penting bagi siapa pun yang tertarik pada saham atas dasar apa pun yang lebih serius daripada perjudian langsung. \$ 4 yang relatif kecil $\frac{1}{2}$ preferensi konvertibel dapat segera ditangani dengan mengasumsikan konversinya menjadi umum, ketika yang terakhir dijual pada tingkat pasar yang sesuai. Ini telah kita lakukan pada Tabel 18-7. Tapi surat perintah membutuhkan perlakuan yang berbeda. Dalam menghitung dasar "pengenceran penuh" perusahaan mengasumsikan pelaksanaan semua waran, dan penerapan hasilnya untuk penghentian utang, ditambah penggunaan saldo untuk membeli bersama di pasar. Asumsi ini benar-benar menghasilkan hampir tidak berpengaruh pada laba per saham dalam kalender 1968—yang dilaporkan sebagai \$1,51 baik sebelum dan sesudah penyisihan pengenceran. Kami menganggap perlakuan ini tidak logis dan tidak realistis. Seperti yang kita lihat, waran mewakili bagian dari "paket saham biasa" dan nilai pasarnya adalah bagian dari "nilai pasar efektif" dari bagian saham biasa dari modal.

1968, seperti yang terlihat dari perhitungan pada Tabel 18-7. Faktanya, "harga pasar sebenarnya" dari saham biasa ternyata lebih dari dua kali lipat dari angka yang dikutip. Oleh karena itu, pengganda sebenarnya dari pendapatan tahun 1968 menjadi lebih dari dua kali lipat—mencapai angka 69 kali yang pada dasarnya tidak masuk akal. Nilai pasar total dari "setara saham biasa" kemudian

TABEL 18-7. Pasangan 7.

<i>Nasional Jenderal Nasional Presto 1968 Industri 1968</i>	
Harga, 31 Desember 1968	44 $\frac{1}{4}$ 38 $\frac{5}{8}$
Jumlah saham biasa	4.330.000 ^{sebuah} 1.478.000
Nilai pasar umum	\$ 192.000.000 \$ 58.000.000
Tambahkan nilai pasar 3	
	penerbitan waran 221.000.000 —
Total nilai saham biasa dan waran	413.000.000 —
Masalah senior	121.000.000 —
Total kapitalisasi di pasar	534.000.000 58.000.000
Harga pasar saham biasa	
	disesuaikan untuk waran 98 —
Nilai buku umum	\$31,50 \$26,30
Penjualan dan pendapatan	\$117.600.000 \$152.200.000
Laba bersih	6.121.000 8.206.000
Pendapatan per saham, 1968	\$1,42 (Desember) \$5,61
Pendapatan per saham, 1963	,96 (September) 1,03
Pendapatan per saham, 1958	,48 (September) 0,77
Tingkat dividen saat ini	.20 .80
Dividen sejak 1964	1945
Rasio:	
	Harga/penghasilan 69.0 ^b 6.9
	Harga/nilai buku 310,0% 142,0%
	Hasil dividen .5% 2.4%
	Bersih/penjualan 5,5% 5,4%
	Pendapatan/nilai buku 4,5% 21,4%
	Aset/liabilitas lancar 1.63 3.40
	Modal kerja/utang 21 tidak ada hutang
Pertumbuhan pendapatan per saham	
	1968 versus 1963 +48% +450%
	1968 versus 1960 +195% +630%

^{sebuah} Dengan asumsi konversi saham preferen.

^b Disesuaikan dengan harga pasar waran.

menjadi \$ 413 juta, yang lebih dari tiga kali lipat aset berwujud yang ditunjukkan untuk itu.

Angka-angka ini tampak lebih anomali ketika perbandingan dibuat dengan Presto. Seseorang tergerak untuk bertanya bagaimana mungkin Presto dihargai hanya 6,9 kali pendapatannya saat ini ketika pengganda untuk General hampir 10 kali lebih besar. Semua rasio Presto cukup memuaskan—angka pertumbuhannya memang mencurigakan. Yang kami maksudkan adalah bahwa perusahaan tidak diragukan lagi mendapat banyak manfaat dari kerja perangnya, dan para pemegang saham harus bersiap untuk beberapa keuntungan yang jatuh di bawah kondisi masa damai. Tapi, secara seimbang, Presto memenuhi semua persyaratan investasi yang sehat dan harga terjangkau, sementara General memiliki semua ciri khas "konglomerat" vintage akhir 1960-an, penuh dengan gadget perusahaan dan gerakan megah, tetapi kurang substansi. - nilai utama di balik kuotasi pasar.

SEKUEL: Jenderal melanjutkan kebijakan diversifikasi pada tahun 1969, dengan beberapa peningkatan utangnya. Tapi butuh penghapusan jutaan, terutama dalam nilai investasinya dalam kesepakatan Minnie Pearl Chicken. Angka akhir menunjukkan kerugian sebesar \$72 juta sebelum kredit pajak dan \$46,4 juta setelah kredit pajak. Harga saham turun menjadi $16\frac{1}{2}$ pada tahun 1969 dan serendah 9 pada tahun 1970 (hanya 15% dari tahun 1968 tinggi 60). Laba untuk tahun 1970 dilaporkan sebagai \$2,33 per saham terdilusi, dan harga pulih menjadi $28\frac{1}{2}$ pada tahun 1971. National Presto meningkatkan pendapatan per-sahamnya baik pada tahun 1969 maupun 1970, menandai 10 tahun pertumbuhan laba tanpa gangguan. Meskipun demikian harganya turun menjadi $21\frac{1}{2}$ dalam bencana 1970. Ini adalah angka yang menarik, karena kurang dari empat kali pendapatan yang dilaporkan terakhir, dan kurang dari aset lancar bersih yang tersedia untuk saham pada saat itu. Terlambat masuk

1971 kami menemukan harga National Presto 60% lebih tinggi, pada 34, tetapi rasionya masih mengejutkan. Modal kerja yang diperbesar masih kira-kira sama dengan harga saat ini, yang pada gilirannya hanya $5\frac{1}{2}$ kali pendapatan terakhir yang dilaporkan. Jika investor sekarang dapat menemukan sepuluh masalah seperti itu, untuk diversifikasi, dia dapat yakin akan hasil yang memuaskan.*

* National Presto tetap menjadi perusahaan publik. National General diakuisisi pada tahun 1974 oleh konglomerat kontroversial lainnya, American Financial Group, yang pada berbagai waktu memiliki kepentingan di televisi kabel, perbankan, real estat, reksa dana, asuransi, dan pisang. AFG juga merupakan tempat peristirahatan terakhir dari beberapa aset Penn Central Corp. (lihat Bab 17).

Pasangan 8: Whiting Corp. (peralatan penanganan material) dan Willcox & Gibbs (konglomerat kecil)

Pasangan ini dekat tetapi tidak menyentuh tetangga di daftar Bursa Efek Amerika. Perbandingannya—yang disajikan dalam Tabel 18-8A—membuat orang bertanya-tanya apakah Wall Street adalah institusi yang rasional. Perusahaan dengan penjualan dan pendapatan yang lebih kecil, dan dengan setengah dari yang berwujud

Tsanggung 18-8A. Pasangan 8.

	<i>Kapur sirih</i>	<i>Willcox & Gibbs 1969</i>
Harga, 31 Desember 1969	17¾	15½
Jumlah saham biasa	570.000	2.381.000
Nilai pasar umum	\$10.200.000	\$36.900.000
Utang	1.000.000	5.900.000
Saham preferen	—	1.800.000
Total kapitalisasi di pasar	\$11.200.000	\$44.600.000
Nilai buku per saham	\$25,39	\$3,29
Penjualan	\$42.200.000 (Oktober)	\$29.000.000 (Desember)
Laba bersih sebelum item khusus	1.091.000	347.000
Penghasilan bersih setelah item khusus	1.091.000	def. 1.639.000
Pendapatan per saham, 1964	\$1,91 (Oktober)	\$0,08 ^{sebuah}
Pendapatan per saham, 1964	1,90 (April)	.13
Pendapatan per saham, 1959	0,42 (April)	.13
Tingkat dividen saat ini	1.50	—
Dividen sejak	1954	(tidak ada sejak 1954)
Rasio:		
Harga/penghasilan	9.3	sangat besar
Harga/nilai buku	70,0%	470.0%
Hasil dividen	8,4%	—
Penjualan bersih	3,2%	0,1% ^{sebuah}
Penghasilan/nilai buku	7.5%	2.4% ^{sebuah}
Aset/kewajiban lancar	3.0	1.55
Modal kerja/hutang	9.0	3.6
Pertumbuhan pendapatan per saham		
1969 versus 1964	bahk	mengurangi
1969 versus 1959	+354%	mengurangi

Sebelum biaya khusus. def.: defisit.

TABEL 18-8B. Harga Sepuluh Tahun dan Rekor Pendapatan dari Kapur sirih dan Wsakit & Gibbs

Tahun	Whiting Corp. Willcox & Gibbs			
	diperoleh	Harga	diperoleh	Harga
	eh	a	Per Bagikan	Jangkaua
1970	\$1.81	22½–16¼	\$0,3	18½–4½
1969	2.63	37–17¾	.05	20⅝–8¾
1968	3.63	43⅝–28¼	.35	20⅞–8⅓
1967	3.01	36½–25	.47	11–4¾
1966	2.49	30¼–19¼	.41	8–3¾
1965	1.90	20–18	.32	10⅝–6⅞
1964	1.53	14–8	.20	9½–4½
1963	.88	15–9	.13	14–4¾
1962	.46	10–6½	.04	19¾–8¼
1961	.42	12½–7¾	.03	19½–10½

sebuah Tahun berakhir setelah 30 April.

aset untuk umum, dijual sekitar empat kali nilai agregat yang lain. Perusahaan yang bernilai lebih tinggi akan melaporkan kerugian besar setelah biaya khusus; itu tidak membayar dividen dalam tiga belas tahun. Yang lain memiliki catatan panjang pendapatan yang memuaskan, telah membayar dividen terus-menerus sejak 1936, dan saat ini mengembalikan salah satu hasil dividen tertinggi di seluruh daftar saham biasa. Untuk menunjukkan dengan lebih jelas perbedaan dalam kinerja kedua perusahaan, kami menambahkan, pada Tabel 18-8B, catatan pendapatan dan harga untuk tahun 1961–1970.

Sejarah kedua perusahaan tersebut memberikan gambaran yang menarik tentang perkembangan bisnis menengah di negara ini, berbeda dengan perusahaan berukuran jauh lebih besar yang sebagian besar muncul di halaman ini. Whiting didirikan pada tahun 1896, dan dengan demikian kembali setidaknya 75 tahun. Tampaknya telah cukup setia pada bisnis penanganan materialnya dan telah melakukannya dengan cukup baik selama beberapa dekade. Willcox

& Gibbs kembali lebih jauh — ke tahun 1866 — dan telah lama dikenal di industrinya sebagai pembuat terkemuka

dari mesin jahit industri. Selama dekade terakhir ini mengadopsi kebijakan diversifikasi dalam bentuk yang agak aneh. Karena di satu sisi ia memiliki sejumlah besar anak perusahaan (setidaknya 24), membuat berbagai produk yang menakjubkan, tetapi di sisi lain seluruh konglomerasi menambahkan hingga kentang kecil perkasa menurut standar Wall Street biasa.

Perkembangan pendapatan di Whiting agak khas dari urusan bisnis kami. Angka-angka tersebut menunjukkan pertumbuhan yang stabil dan agak spektakuler dari 41 sen per saham pada tahun 1960 menjadi \$3,63 pada tahun 1968. Tetapi mereka tidak memberikan jaminan bahwa pertumbuhan seperti itu harus berlanjut tanpa batas. Penurunan berikutnya menjadi hanya \$1,77 untuk 12 bulan yang berakhir Januari 1971 mungkin tidak lebih mencerminkan perlambatan ekonomi secara umum. Tetapi harga saham bereaksi dengan cara yang parah, jatuh sekitar 60% dari level tertingginya tahun 1968 (43½) hingga penutupan tahun 1969. Analisis kami akan menunjukkan bahwa saham tersebut mewakili investasi penerbitan sekunder yang sehat dan menarik—cocok untuk investor yang giat sebagai bagian dari kelompok komitmen tersebut.

SEKUEL: Willcox & Gibbs menunjukkan kerugian operasi kecil untuk tahun 1970. Harganya turun drastis ke level terendah 4½, pulih dengan cara yang khas ke 9½ pada bulan Februari 1971. Akan sulit untuk membenarkan harga itu secara statistik. Whiting mengalami penurunan yang relatif kecil, menjadi 16¾ pada tahun 1970. (Pada harga itu dijual hanya tentang aset lancar yang tersedia untuk saham). Penghasilannya bertahan di \$ 1,85 per saham hingga Juli 1971. Pada awal 1971 harga naik ke 24½, yang tampaknya cukup masuk akal tetapi tidak lagi menjadi “tawar-menawar” menurut standar kami.*

Pengamatan Umum

Isu-isu yang digunakan dalam perbandingan ini dipilih dengan beberapa kedengkian sebelumnya, dan dengan demikian mereka tidak dapat dikatakan menyajikan penampang acak dari daftar saham biasa. Juga mereka terbatas pada bagian industri, dan area penting dari utilitas publik,

* Whiting Corp. akhirnya menjadi anak perusahaan Wheelabrator-Frye, tetapi diambil alih secara pribadi pada tahun 1983. Willcox & Gibbs sekarang dimiliki oleh Group Rexel, produsen peralatan listrik yang merupakan divisi dari Pinault-Printemps-Redoute Group of France . Saham Rexel diperdagangkan di Bursa Efek Paris.

perusahaan transportasi, dan perusahaan keuangan tidak muncul. Tetapi mereka cukup bervariasi dalam ukuran, lini bisnis, dan aspek kualitatif dan kuantitatif untuk menyampaikan gagasan yang adil tentang pilihan yang dihadapi investor di saham biasa.

Hubungan antara harga dan nilai yang ditunjukkan juga sangat berbeda dari satu kasus ke kasus lainnya. Untuk sebagian besar perusahaan dengan catatan pertumbuhan yang lebih baik dan profitabilitas yang lebih tinggi telah menjual dengan pengganda yang lebih tinggi dari pendapatan saat ini—yang cukup logis dalam

TABEL 18-9. Beberapa Fluktuasi Harga Enam Belas Umum Saham (Disesuaikan untuk Pemecahan Saham Hingga 1970)

	Kisaran harga	Menula dari Enam Belas Umum	Menula dari Enam Belas Umum
Produk & Bahan Kimia	1 $\frac{3}{8}$ –49	43 $\frac{3}{4}$ –21 $\frac{5}{8}$	49–31 $\frac{3}{8}$
Pengurangan Udara	9 $\frac{3}{8}$ –45 $\frac{3}{4}$	22 $\frac{1}{2}$ –12	37–16
Produk Rumah Amerika	$\frac{7}{8}$ –72	44 $\frac{3}{4}$ –22	72–51 $\frac{1}{8}$
Pasokan Rumah Sakit	$\frac{3}{4}$ –47 $\frac{1}{2}$	11 $\frac{5}{8}$ –5 $\frac{3}{4}$	47 $\frac{1}{2}$ –26 $\frac{3}{8}$ ^a
Blok H & R	$\frac{1}{4}$ –68 $\frac{1}{2}$	-	68 $\frac{1}{2}$ –37 $\frac{1}{8}$ ^a
Lonceng Biru	8 $\frac{3}{4}$ –55	25–16	44 $\frac{3}{4}$ –26 $\frac{1}{2}$
Rasa Internasional & Wewangian	4 $\frac{3}{4}$ –67 $\frac{1}{2}$	8–4 $\frac{1}{2}$	66 $\frac{3}{8}$ –44 $\frac{7}{8}$
Pemanen Internasional	6 $\frac{1}{4}$ –53	28 $\frac{3}{4}$ –19 $\frac{1}{4}$	38 $\frac{3}{4}$ –22
McGraw Edison	1 $\frac{1}{4}$ –46 $\frac{1}{4}$	24 $\frac{3}{8}$ –14 ^b	44 $\frac{3}{4}$ –21 $\frac{5}{8}$
McGraw-Hill	$\frac{1}{8}$ –56 $\frac{1}{2}$	21 $\frac{1}{2}$ –9 $\frac{3}{8}$	54 $\frac{5}{8}$ –10 $\frac{1}{4}$
Jenderal Nasional	3 $\frac{5}{8}$ –60 $\frac{1}{2}$	^b	¹
Industri Presto Nasional	$\frac{1}{2}$ –45	20 $\frac{5}{8}$ –8 $\frac{1}{4}$ 14 $\frac{7}{8}$ –4 $\frac{3}{4}$	45–21 $\frac{1}{2}$ 60 $\frac{1}{2}$ –9
Investasi Real Estate Memercayai	10 $\frac{1}{2}$ –30 $\frac{1}{4}$	25 $\frac{7}{8}$ –15 $\frac{1}{4}$	30 $\frac{1}{4}$ –16 $\frac{3}{8}$
Ekuitas Realti NY	3 $\frac{3}{4}$ –47 $\frac{3}{4}$	6 $\frac{7}{8}$ –4 $\frac{1}{2}$	37 $\frac{3}{4}$ –2
Kapur sirih	2 $\frac{7}{8}$ –43 $\frac{3}{8}$	12 $\frac{1}{2}$ –6 $\frac{1}{2}$	43 $\frac{3}{8}$ –16 $\frac{3}{4}$
Willcox & Gibbs	4–20 $\frac{5}{8}$	19 $\frac{1}{2}$ –8 $\frac{1}{4}$	20 $\frac{3}{8}$ –4 $\frac{1}{2}$

^asebuah¹Tinggi dan rendah

^b1959 hingga 1960.

umum. Apakah perbedaan spesifik dalam rasio harga/pendapatan “dibenarkan” oleh fakta—atau akan dibuktikan oleh perkembangan masa depan—tidak dapat dijawab dengan pasti. Di sisi lain, kami memiliki beberapa contoh di sini di mana penilaian yang berharga dapat dicapai. Ini mencakup hampir semua kasus di mana telah terjadi aktivitas pasar yang besar di perusahaan-perusahaan yang kesehatan dasarnya dipertanyakan. Saham-saham seperti itu tidak hanya bersifat spekulatif—yang berarti secara inheren berisiko—tetapi juga sering kali dan jelas dinilai terlalu tinggi. Isu-isu lain tampaknya lebih berharga daripada harganya, dipengaruhi oleh sikap pasar yang berlawanan—yang mungkin kita sebut “spekulasi yang rendah”—atau oleh pesimisme yang tidak semestinya karena penyusutan pendapatan.

Pada Tabel 18-9 kami memberikan beberapa data tentang fluktuasi harga dari isu-isu yang dibahas dalam bab ini. Sebagian besar dari mereka mengalami penurunan besar antara tahun 1961 dan 1962, serta 1969-1970. Jelas investor harus siap untuk jenis pergerakan pasar yang merugikan di pasar saham masa depan. Pada Tabel 18-10 kami menunjukkan tahun-ke-tahun

TABEL 18-10. Fluktuasi Besar Tahun ke Tahun sebesar McGraw-Hill, 1958–1971^{sebuah}

<i>Dari</i>	<i>Ke</i>	<i>Rayuan</i>	<i>Tolak</i>
1958	1959	39–72	
1959	1960	54–109¾	
1960	1961	21¾–43⅛	
1961	1962	18¾–32¼	43⅛–18¼
1963	1964	23⅜–38⅞	
1964	1965	28⅜–61	
1965	1966	37½–79½	
1966	1967	54½–112	
1967	1968		56¼–37½
1968	1969		54⅝–24
1969	1970		39½–10

1970	1971	10-24 ¹ / ₈

^{sebuah} Harga tidak disesuaikan untuk stock-split.

fluktuasi saham biasa McGraw-Hill untuk periode tersebut 1958–1970. Perlu dicatat bahwa di masing-masing dari 13 tahun terakhir harga baik maju atau menurun pada kisaran setidaknya tiga hingga dua dari satu tahun ke tahun berikutnya. (Dalam kasus Fluktuasi Umum Nasional, tion setidaknya amplitudo ini baik ke atas dan ke bawah adalah ditampilkan dalam setiap periode dua tahun.)

Dalam mempelajari daftar stok untuk materi dalam bab ini, kita sekali lagi terkesan dengan perbedaan lebar antara tujuan umum dari analisis keamanan dan yang kami anggap bergantung-mampu dan bermanfaat. Sebagian besar analisis keamanan mencoba memilih masalah yang akan memberikan akun terbaik dari diri mereka sendiri di masa depan, dalam hal terutama tindakan pasar tetapi juga mempertimbangkan perkembangan pendapatan. Kami terus terang skeptis, apakah ini bisa dilakukan dengan hasil yang memuaskan. Preferensi kami untuk pekerjaan analisis akan lebih baik bahwa dia harus mencari yang luar biasa atau minoritas kasus di mana ia dapat membentuk penilaian yang cukup yakin bahwa: harga jauh di bawah nilai. Dia harus bisa melakukan pekerjaan ini dengan keahlian yang cukup untuk menghasilkan hasil rata-rata yang memuaskan selama bertahun-tahun.

KOMENTAR CHAPTER 18

Hal yang telah ada, itulah yang akan terjadi; dan apa yang dilakukan adalah apa yang harus dilakukan: dan tidak ada hal baru di bawah matahari. Apakah ada sesuatu yang dapat dikatakan, Lihat, ini baru? itu sudah lama sekali, yang ada sebelum kita.

—*Pengkhotbah*, Saya: 9-10.

Let's update Tulisan klasik Graham tentang delapan pasang perusahaan, menggunakan teknik perbandingan dan kontras yang sama yang ia rintis dalam kuliahnya di Columbia Business School dan New York Institute

Kuangan. Ingatlah bahwa ringkasan ini menjelaskan saham ini hanya pada waktu yang ditentukan. Saham-saham yang murah nantinya bisa menjadi terlalu mahal; saham mahal bisa menjadi murah. Pada titik tertentu dalam hidupnya, hampir setiap saham adalah barang murah; di lain waktu, itu akan mahal. Meskipun ada perusahaan yang baik dan buruk, tidak ada saham yang baik; hanya ada harga saham yang bagus, yang datang dan pergi.

P A I R 1: C I S C O A N D S Y S C O

Pada tanggal 27 Maret 2000, Cisco Systems, Inc., menjadi perusahaan paling berharga di dunia karena nilai total sahamnya mencapai \$548 miliar. Cisco, yang membuat peralatan yang mengarahkan data melalui Internet, pertama kali menjual sahamnya ke publik hanya 10 tahun sebelumnya. Jika Anda membeli saham Cisco dalam penawaran awal dan menyimpannya, Anda akan mendapatkan keuntungan yang menyerupai kesalahan ketik yang dibuat oleh orang gila: 103,697%, atau

217% rata-rata pengembalian tahunan. Selama empat kuartal fiskal sebelumnya, Cisco telah menghasilkan pendapatan \$ 14,9 miliar dan pendapatan \$ 2,5 miliar. Saham diperdagangkan pada 219 kali laba bersih Cisco, salah satu rasio harga/penghasilan tertinggi yang pernah diberikan kepada sebuah perusahaan besar.

Lalu ada Sysco Corp., yang memasok makanan ke institusi

dapur dan telah diperdagangkan secara publik selama 30 tahun. Selama empat kuartal terakhir, Sysco menghasilkan pendapatan \$17,7 miliar—hampir 20% lebih banyak dari Cisco—tetapi “hanya” \$457 juta dalam pendapatan bersih. Dengan nilai pasar \$11,7 miliar, saham Sysco diperdagangkan dengan pendapatan 26 kali lipat, jauh di bawah rasio P/E rata-rata pasar sebesar 31.

Permainan asosiasi kata dengan investor tipikal mungkin berjalan seperti ini.

T: Apa hal pertama yang muncul di kepala Anda ketika saya mengatakan Sistem Cisco?

J: Internet. . . industri masa depan. . . saham besar. . . stok panas. . . Bisakah saya membeli beberapa sebelum naik lebih banyak lagi?

T: Dan bagaimana dengan Sysco Corp.?

A: Truk pengiriman. . . sukotash. . . Joe yang ceroboh. . . kue gembala. . . makan siang sekolah. . . makanan rumah sakit. . . tidak, terima kasih, aku tidak lapar lagi.

Sudah pasti bahwa orang sering menetapkan nilai mental untuk saham sebagian besar didasarkan pada citra emosional yang dibangkitkan perusahaan.¹

Tetapi investor yang cerdas selalu menggali lebih dalam. Inilah pandangan skeptis terhadap laporan keuangan Cisco dan Sysco:

- Sebagian besar pertumbuhan pendapatan dan pendapatan Cisco berasal dari akuisisi. Sejak September saja, Cisco telah mengumpulkan \$10,2 miliar untuk membeli 11 perusahaan lain. Bagaimana bisa begitu banyak perusahaan disatukan dengan begitu cepat? Juga, kira-kira sepertiga dari Cisco

¹Tanyakan pada diri Anda sendiri saham perusahaan mana yang kemungkinan besar akan naik lebih banyak: perusahaan yang menemukan obat untuk kanker langka, atau perusahaan yang menemukan cara baru untuk membuang jenis sampah yang umum. Penyembuhan kanker terdengar lebih menarik bagi sebagian besar investor, tetapi cara baru untuk membuang sampah mungkin akan menghasilkan lebih banyak uang. Lihat Paul Slovic, Melissa Finucane, Ellen Peters, dan Donald G. MacGregor, “The Affect Heuristic,” dalam Thomas Gilovich, Dale Griffin, dan Daniel Kahneman, eds., *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgment* (Cambridge University Press, New York, 2002), hlm. 397–420, dan Donald G. MacGregor, “Imagery and Financial

Judgment,” *The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, tidak. 1, 2002, hlm. 15–22.

²“Pengakuisisi serial,” yang tumbuh sebagian besar dengan membeli perusahaan lain, hampir selalu menemui akhir yang buruk di Wall Street. Lihat komentar pada Bab 17 untuk diskusi yang lebih panjang.

pendapatan selama enam bulan sebelumnya tidak berasal dari bisnisnya, tetapi dari keringanan pajak atas opsi saham yang dilakukan oleh para eksekutif dan karyawannya. Dan Cisco telah memperoleh \$5,8 miliar dengan menjual “investasi”, kemudian membeli \$6 miliar lagi. Apakah itu perusahaan Internet atau rekayasa dana? Bagaimana jika “investasi” itu berhenti naik?

- Sysco juga telah mengakuisisi beberapa perusahaan selama periode yang sama—tetapi hanya membayar sekitar \$130 juta. Opsi saham untuk orang dalam Sysco hanya berjumlah 1,5% dari saham yang beredar, dibandingkan 6,9% di Cisco. Jika orang dalam menguangkan opsi mereka, laba per saham Sysco akan terdilusi jauh lebih sedikit daripada Cisco. Dan Sysco telah menaikkan dividen triwulanan dari sembilan sen per saham menjadi 10; Cisco tidak membayar dividen.

Akhirnya, seperti yang ditunjukkan oleh profesor keuangan Wharton Jeremy Siegel, tidak ada perusahaan sebesar Cisco yang pernah mampu tumbuh cukup cepat untuk membenarkan rasio harga/pendapatan di atas 60—apalagi rasio P/E di atas 200.³

Begitu sebuah perusahaan menjadi raksasa, pertumbuhannya harus melambat—atau akhirnya akan memakan seluruh dunia. Satiris besar Amerika Ambrose Bierce menciptakan kata “tidak mungkin” untuk menggambarkan dua hal yang dapat dibayangkan secara terpisah tetapi tidak dapat eksis bersama-sama. Sebuah perusahaan bisa menjadi raksasa, atau bisa mendapatkan rasio P/E raksasa, tetapi keduanya bersama-sama tidak mungkin.

Roda segera lepas dari raksasa Cisco. Pertama, pada tahun 2001, muncul biaya \$1,2 miliar untuk “merestrukturisasi” beberapa akuisisi tersebut. Selama dua tahun berikutnya, kerugian \$1,3 miliar dari “investasi” tersebut bocor. Dari tahun 2000 hingga 2002, saham Cisco kehilangan tiga perempat nilainya. Sysco, sementara itu, terus membagikan keuntungan, dan saham naik 56% selama periode yang sama (lihat Gambar 18-1).

PAIR 2: YAH OO! AND YU M!

Pada tanggal 30 November 1999, Yahoo! Saham Inc. ditutup pada \$212,75, naik 79,6% sejak tahun dimulai. Pada tanggal 7 Desember, sahamnya berada di \$348—

³Jeremy Siegel, "Saham Teknologi Berkapitalisasi Besar adalah Taruhan Pengisap," Wall Street *Jurnal*, 14 Maret 2000 (tersedia di www.jeremysiegel.com).

ANGKA 18-1 Cisco vs. Sysco

	2000	2001	2002
Cisco			
Total pengembalian(%)	-28.6	-52,7	-27.7
Penghasilan bersih (\$ juta)	2,668	-1.014	1,893
Sysco			
Total pengembalian(%)	53.5	-11.7	15.5
Penghasilan bersih (\$ juta)	446	597	680

Catatan: Total pengembalian untuk tahun kalender; laba bersih tahun anggaran. Sumber:www.morningstar.com

keuntungan 63,6% dalam lima hari perdagangan. Yahoo! terus meningkat sepanjang akhir tahun, ditutup pada \$432.687 pada tanggal 31 Desember. Dalam satu bulan, saham tersebut meningkat lebih dari dua kali lipat, memperoleh sekitar \$58 miliar untuk mencapai total nilai pasar sebesar \$114 miliar.⁴

Dalam empat kuartal sebelumnya, Yahoo! telah mengumpulkan pendapatan \$ 433 juta dan laba bersih \$ 34,9 juta. Jadi saham Yahoo! sekarang dihargai 263 kali pendapatan dan 3.264 kali pendapatan. (Ingat bahwa rasio P/E jauh di atas 25 membuat Graham meringis!)⁵

Mengapa Yahoo! berteriak ke atas? Setelah pasar ditutup pada 30 November, Standard & Poor's mengumumkan akan menambahkan Yahoo! ke indeks S & P 500 pada 7 Desember. Itu akan membuat Yahoo! kepemilikan wajib untuk dana indeks dan investor besar lainnya—dan kenaikan permintaan yang tiba-tiba itu pasti akan mendorong saham lebih tinggi lagi, setidaknya untuk sementara. Dengan sekitar 90% saham Yahoo! terkunci di tangan karyawan, perusahaan modal ventura, dan pemegang terbatas lainnya, hanya sebagian kecil dari sahamnya yang dapat diperdagangkan. Jadi ribuan orang membeli saham itu hanya karena mereka tahu orang lain harus membelinya—dan harga bukanlah masalah.

⁴Pepecahan saham Yahoo! dua-untuk-satu pada Februari 2000; harga saham yang diberikan di sini tidak disesuaikan untuk pepecahan tersebut untuk menunjukkan tingkat saham yang sebenarnya diperdagangkan. Namun persentase pengembalian dan nilai pasar Yahoo!, seperti dikutip di sini, mencerminkan pepecahan tersebut.

⁵Menghitung efek akuisisi, pendapatan Yahoo! adalah \$464 juta. Graham mengkritik rasio P/E yang tinggi di (antara lain) Bab 7 dan 11.

Sementara itu, Yum! pergi memohon. Bekas divisi PepsiCo yang mengelola ribuan restoran Kentucky Fried Chicken, Pizza Hut, dan Taco Bell, Yum! telah menghasilkan pendapatan \$8 miliar selama empat kuartal sebelumnya, di mana ia memperoleh \$633 juta—menjadikannya lebih dari 17 kali ukuran Yahoo!. Namun nilai pasar saham Yum! pada akhir tahun 1999 hanya \$5,9 miliar, atau 1/19 dari kapitalisasi Yahoo!. Pada harga itu, saham Yum! terjual lebih dari sembilan kali lipat dari pendapatannya dan hanya 73% dari pendapatannya.⁶

Seperti yang sering dikatakan Graham, dalam jangka pendek pasar adalah mesin pemungutan suara, tetapi dalam jangka panjang pasar adalah mesin penimbang. Yahoo! memenangkan kontes popularitas jangka pendek. Namun pada akhirnya, pendapatanlah yang penting— dan Yahoo! hampir tidak punya. Begitu pasar berhenti memilih dan mulai menimbang, timbangan mengarah ke Yum! Sahamnya naik 25,4% dari tahun 2000 hingga 2002, sementara Yahoo! kehilangan 92,4% secara kumulatif:

ANGKA 18-2 kamuahoo! vs. kamuum!

	2000	2001	2002
Yahoo!			
Total pengembalian(%)	-86,1	-41.0	-7.8
Penghasilan bersih (\$ juta)	71	-93	43
Nyam!			
Total pengembalian(%)	-14.6	49.1	-1.5
Penghasilan bersih (\$ juta)	413	492	583

Catatan: Total pengembalian untuk tahun kalender; laba bersih tahun anggaran. Laba bersih Yahoo! untuk tahun 2002 termasuk efek dari perubahan prinsip akuntansi.

Sumber:www.morningstar.com

PASANGAN 3 : COMMERCEONEANDC API T AL ON E

Pada Mei 2000, Commerce One, Inc., telah diperdagangkan secara publik hanya sejak Juli sebelumnya. Dalam laporan tahunan pertamanya, perusahaan (yang

⁶Nyam! kemudian dikenal sebagai Tricon Global Restaurants, Inc., meskipun simbol ticker-nya adalah YUM. Perusahaan mengubah namanya secara resmi menjadi Yum! Brands, Inc. pada Mei 2002.

mendesain "pertukaran" Internet untuk departemen pembelian perusahaan) menunjukkan aset hanya \$385 juta dan melaporkan kerugian bersih \$63 juta dengan total pendapatan hanya \$34 juta. Saham perusahaan kecil ini telah meningkat hampir 900% sejak IPO-nya, mencapai kapitalisasi pasar total \$15 miliar. Apakah itu terlalu mahal? "Ya, kami memiliki kapitalisasi pasar yang besar," kepala eksekutif Commerce One, Mark Hoffman, mengangkat bahu dalam sebuah wawancara. "Tetapi kami memiliki pasar yang besar untuk dimainkan. Kami melihat permintaan yang luar biasa. . . . Analisis memperkirakan kami menghasilkan pendapatan \$140 juta tahun ini. Dan di masa lalu kami telah melampaui ekspektasi."

Dua hal muncul dari jawaban Hoffman:

- Karena Commerce One sudah kehilangan \$2 untuk setiap dolar dalam penjualan, jika pendapatannya empat kali lipat (seperti yang diharapkan para analis), bukankah itu akan kehilangan uang lebih besar lagi?
- Bagaimana Commerce One bisa melampaui ekspektasi "di masa lalu"? Masa lalu apa?

Ditanya apakah perusahaannya akan menghasilkan keuntungan, Hoffman siap: "Tidak diragukan lagi kita dapat mengubah ini menjadi bisnis yang menguntungkan. Kami berencana untuk menjadi menguntungkan pada kuartal keempat tahun 2001, tahun analis melihat kami menghasilkan lebih dari \$250 juta pendapatan."

Analisis itu datang lagi! "Saya menyukai Commerce One pada level ini karena tumbuh lebih cepat daripada Ariba [pesaing dekat yang sahamnya juga diperdagangkan dengan pendapatan sekitar 400 kali lipat]," kata Jeanette Sing, seorang analis di bank investasi Wasserstein Perella. "Jika tingkat pertumbuhan ini berlanjut, Commerce One akan diperdagangkan pada 60 hingga 70 kali penjualan pada tahun 2001." (Dengan kata lain, saya dapat menyebutkan saham yang lebih mahal daripada Commerce One, jadi Commerce One murah.)⁷

Di sisi ekstrem lainnya adalah Capital One Financial Corp., penerbit kartu kredit MasterCard dan Visa. Dari Juli 1999 hingga Mei 2000, sahamnya kehilangan 21,5%. Namun Capital One memiliki total aset \$12 miliar dan menghasilkan \$363 juta pada tahun 1999, naik 32% dari tahun sebelumnya. Dengan nilai pasar sekitar \$7,3 miliar, saham tersebut terjual 20 kali lipat dari laba bersih Capital One. Semuanya mungkin tidak baik-baik saja di Capital One — perusahaan baru saja meningkatkan cadangannya untuk pinjaman yang mungkin menjadi buruk, meskipun

⁷Lihat “CEO Speaks” dan “The Bottom Line,” Money, Mei 2000, hlm. 42–44.

tingkat default cenderung melonjak dalam resesi—tetapi harga sahamnya mencerminkan setidaknya beberapa risiko potensi masalah.

Apa yang terjadi selanjutnya? Pada tahun 2001, Commerce One menghasilkan pendapatan \$409 juta. Sayangnya, ia mengalami kerugian bersih sebesar \$2,6 miliar—atau

\$10,30 dari tinta merah per saham—dari pendapatan tersebut. Capital One, di sisi lain, memperoleh hampir \$2 miliar laba bersih pada tahun 2000 melalui

2002. Sahamnya kehilangan 38% dalam tiga tahun itu—tidak lebih buruk dari pasar saham secara keseluruhan. Commerce One, bagaimanapun, kehilangan 99,7% dari nilainya.⁸

Alih-alih mendengarkan Hoffman dan analisis anjing gembalanya, para pedagang seharusnya memperhatikan peringatan jujur dalam laporan tahunan Commerce One untuk tahun 1999: “Kami tidak pernah untung. Kami memperkirakan akan mengalami kerugian bersih di masa mendatang dan kami mungkin tidak akan pernah untung.”

PAIR 4: PALM AND 3COM

Pada tanggal 2 Maret 2000, perusahaan jaringan data 3Com Corp. menjual 5% dari anak perusahaan Palm, Inc. kepada publik. Sisa 95% saham Palm akan di-spin off kepada pemegang saham 3Com dalam beberapa bulan ke depan; untuk setiap saham 3Com yang mereka pegang, investor akan menerima 1,525 lembar saham Palm.

Jadi ada dua cara Anda bisa mendapatkan 100 saham Palm: Dengan mencoba menyikut jalan Anda ke IPO, atau dengan membeli 66 saham 3Com dan menunggu sampai perusahaan induk mendistribusikan sisa saham Palm. Mendapatkan satu setengah saham Palm untuk setiap saham 3Com, Anda akan mendapatkan 100 saham perusahaan baru—dan Anda masih memiliki 66 saham 3Com.

Tapi siapa yang mau menunggu beberapa bulan? Sementara 3Com berjuang melawan saingan raksasa seperti Cisco, Palm adalah pemimpin dalam "ruang" panas penyelenggara digital genggam. Jadi saham Palm melonjak dari harga penawarannya \$38 menjadi ditutup pada \$95,06, pengembalian 150% hari pertama. Itu menghargai Palm lebih dari 1.350 kali pendapatannya selama 12 bulan sebelumnya.

Pada hari yang sama, harga saham 3Com turun dari \$104,13 menjadi \$81,81. Dimana seharusnya 3Com tutup hari itu, mengingat harga Telapak? Aritmatikanya mudah:

⁸Pada awal 2003, kepala keuangan Capital One mengundurkan diri setelah regulator sekuritas mengungkapkan bahwa mereka mungkin mendakwanya dengan pelanggaran undang-undang terhadap perdagangan orang dalam.

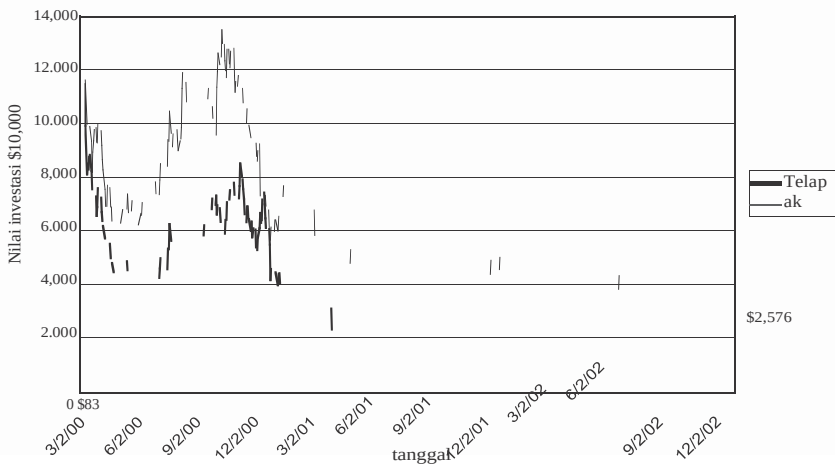
- setiap saham 3Com berhak menerima 1,525 saham Palm
- setiap saham Palm ditutup pada \$95,06
- $1,525 \times \$95,06 = \$144,97$

Itulah nilai setiap saham 3Com berdasarkan kepemilikannya di Palm saja. Jadi, pada \$81,81, para pedagang mengatakan bahwa semua gabungan bisnis 3Com lainnya bernilai negatif \$63,16 per saham, atau total minus \$22 miliar! Jarang dalam sejarah ada saham yang diberi harga lebih bodoh.⁹

Tapi ada masalah: Sama seperti 3Com tidak benar-benar bernilai minus \$ 22 miliar, Palm tidak benar-benar bernilai lebih dari 1.350 kali pendapatan. Pada akhir tahun 2002, kedua saham mengalami kerugian dalam resesi teknologi tinggi, tetapi pemegang saham Palm-lah yang benar-benar terpukul—karena mereka mengabaikan semua akal sehat saat mereka membeli:

GAMBAR 18-

3 Palm's Down



Sumber: www.morningstar.com

⁹Untuk melihat lebih lanjut peristiwa aneh ini, lihat Owen A. Lamont dan Richard H. Thaler, “Can the Market Add and Subtract?” Kertas kerja Badan Riset Ekonomi Nasional no. 8302, di www.nber.org/papers/w8302.

PAIR 5: CMGI AND CGI

Tahun 2000 dimulai dengan gebrakan untuk CMGI, Inc., saat sahamnya naik \$163,22 pada 3 Januari—keuntungan 1.126% dari harga setahun sebelumnya. Perusahaan, "inkubator Internet," membiayai dan mengakuisisi perusahaan rintisan di berbagai bisnis online—di antaranya adalah bintang awal seperti theglobe.com dan Lycos.¹⁰

Pada tahun fiskal 1998, ketika sahamnya naik dari 98 sen menjadi \$8,52, CMGI menghabiskan \$53,8 juta untuk mengakuisisi seluruh atau sebagian saham di perusahaan Internet. Pada tahun fiskal 1999, karena sahamnya melonjak dari \$8,52 menjadi

\$46,09, CMGI mengeluarkan \$104,7 juta. Dan dalam lima bulan terakhir tahun 1999, saat sahamnya melonjak hingga \$138,44, CMGI menghabiskan \$4,1 miliar untuk akuisisi. Hampir semua "uang" itu adalah mata uang pribadi milik CMGI: saham biasa, sekarang bernilai total lebih dari \$40 miliar.

Itu semacam komidi putar uang ajaib. Semakin tinggi saham CMGI sendiri, semakin mampu untuk membeli. Semakin banyak CMGI mampu membeli, semakin tinggi harga sahamnya. Saham pertama akan naik karena rumor bahwa CMGI akan membelinya; kemudian, begitu CMGI memperolehnya, sahamnya sendiri akan naik karena memilikinya. Tidak ada yang peduli bahwa CMGI telah kehilangan \$127 juta pada operasinya di tahun fiskal terakhir.

Di Webster, Massachusetts, kurang dari 70 mil barat daya kantor pusat CMGI di Andover, terletak kantor utama Commerce Group, Inc. CGI adalah segalanya yang bukan milik CMGI: Menawarkan asuransi mobil, terutama kepada pengemudi di Massachusetts, itu adalah stok dingin di sebuah industri tua. Sahamnya kehilangan 23% pada tahun 1999—walaupun laba bersihnya, sebesar

\$89 juta, akhirnya jatuh hanya 7% di bawah level tahun 1998. CGI bahkan membayar dividen lebih dari 4% (CMGI tidak membayar). Dengan total nilai pasar \$870 juta, saham CGI diperdagangkan kurang dari 10 kali lipat dari pendapatan perusahaan pada tahun 1999.

Dan kemudian, tiba-tiba, semuanya menjadi terbalik. Uang komidi putar ajaib CMGI memekik berhenti: Its dot-com

¹⁰CMGI memulai kehidupan perusahaan sebagai Grup Pemasaran Perguruan Tinggi, yang menjual informasi tentang profesor

perguruan tinggi dan kursus kepada penerbit akademis—sebuah bisnis yang memiliki kemiripan yang samar tetapi mengganggu dengan Pemasaran Mahasiswa Nasional, dibahas oleh Graham di hal. 235.

harga saham berhenti naik, lalu langsung turun. Tidak lagi dapat menjualnya untuk mendapatkan keuntungan, CMGI harus mengambil kerugian mereka sebagai pukulan terhadap pendapatannya. Perusahaan kehilangan \$1,4 miliar pada tahun 2000, \$5,5 miliar pada tahun 2001, dan hampir \$500 juta lagi pada tahun 2002. Sahamnya berubah dari \$163,22 pada awal tahun 2000 menjadi 98 sen pada akhir tahun 2002—kehilangan 99,4%. CGI lama yang membosankan, bagaimanapun, terus menghasilkan pendapatan yang stabil, dan sahamnya naik 8,5% pada tahun 2000, 43,6% pada tahun 2001, dan 2,7% pada tahun 2002—keuntungan kumulatif 60%.

P A I R 6: B A L L A N D S T R Y K E R

Antara 9 Juli dan 23 Juli 2002, saham Ball Corp. turun dari \$43,69 hingga \$33,48—kerugian 24% yang membuat perusahaan memiliki nilai pasar saham sebesar \$1,9 miliar. Selama dua minggu yang sama, saham Stryker Corp. turun dari \$49,55 menjadi \$45,60, penurunan 8% yang membuat Stryker bernilai total \$9 miliar.

Apa yang membuat kedua perusahaan ini bernilai jauh lebih rendah dalam waktu yang begitu singkat? Stryker, yang memproduksi implan ortopedi dan peralatan bedah, hanya mengeluarkan satu siaran pers selama dua minggu itu. Pada 16 Juli, Stryker mengumumkan bahwa penjualannya tumbuh 15% menjadi \$734 juta pada kuartal kedua, sementara pendapatan melonjak 31% menjadi \$86 juta. Saham naik 7% pada hari berikutnya, lalu kembali turun.

Ball, pembuat asli “Ball Jars” terkenal yang digunakan untuk pengalengan buah dan sayuran, sekarang membuat kemasan logam dan plastik untuk pelanggan industri. Ball tidak mengeluarkan siaran pers sama sekali selama dua minggu itu. Namun, pada tanggal 25 Juli, Ball melaporkan bahwa mereka telah memperoleh \$50 juta dari penjualan sebesar \$1 miliar pada kuartal kedua—kenaikan laba bersih sebesar 61% dibandingkan periode yang sama tahun sebelumnya. Itu membawa pendapatannya selama empat kuartal terakhir menjadi \$ 152 juta, jadi saham diperdagangkan hanya 12,5 kali pendapatan Ball. Dan, dengan nilai buku

\$1,1 miliar, Anda dapat membeli saham 1,7 kali lipat dari nilai aset berwujud perusahaan. (Namun, Ball memiliki utang lebih dari \$900 juta.)

Stryker berada di liga yang berbeda. Selama empat kuartal terakhir, perusahaan telah menghasilkan \$ 301 juta laba bersih. Nilai buku Stryker adalah \$570 juta. Jadi perusahaan itu berdagang dengan kelipatan lemak 30 kali pendapatannya selama 12 bulan terakhir dan hampir 16 kali nilai bukunya. Di sisi lain, dari tahun 1992 hingga akhir tahun 2001, pendapatan Stryker meningkat 18,6% per tahun; dividennya telah tumbuh

hampir 21% per tahun. Dan pada tahun 2001, Stryker telah menghabiskan \$142 juta untuk penelitian dan pengembangan untuk meletakkan dasar bagi pertumbuhan di masa depan.

Lalu, apa yang membuat kedua saham ini jatuh? Antara 9 Juli dan 23 Juli 2002, saat WorldCom jatuh ke dalam kebangkrutan, Dow Jones Industrial Average turun dari 9096,09 menjadi 7702,34, anjlok 15,3%. Kabar baik di Ball dan Stryker tersesat di berita utama yang buruk dan pasar yang jatuh, yang membawa kedua saham ini turun bersama mereka.

Meskipun Ball akhirnya dihargai jauh lebih murah daripada Stryker, pelajarannya di sini bukanlah bahwa Ball mencuri dan Stryker adalah lemparan liar. Sebaliknya, investor yang cerdas harus menyadari bahwa kepanikan pasar dapat menciptakan harga yang bagus untuk perusahaan yang bagus (seperti Ball) dan harga yang bagus untuk perusahaan yang hebat (seperti Stryker). Ball selesai 2002 pada \$51,19 per saham, naik 53% dari terendah Juli; Stryker mengakhiri tahun di \$67,12, naik 47%. Sese kali, nilai dan saham pertumbuhan sama-sama dijual. Pilihan mana yang Anda sukai sangat bergantung pada kepribadian Anda sendiri, tetapi tawar-menawar dapat dilakukan di kedua sisi.

PAIR 7: NORTEL AND NORTEL

Laporan tahunan 1999 untuk Nortel Networks, perusahaan peralatan serat optik, membual bahwa itu adalah "tahun emas secara finansial." Pada Februari 2000, dengan nilai pasar lebih dari \$150 miliar, saham Nortel diperdagangkan 87 kali lipat dari pendapatan yang diperkirakan akan dihasilkan oleh analis Wall Street pada tahun 2000.

Seberapa kredibel perkiraan itu? Piutang usaha Nortel—penjualan kepada pelanggan yang belum membayar tagihan—telah melonjak \$1 miliar dalam setahun. Perusahaan mengatakan kenaikan itu "didorong oleh peningkatan penjualan pada kuartal keempat tahun 1999." Namun, persediaan juga telah membengkak sebesar \$1,2 miliar—artinya Nortel memproduksi peralatan bahkan lebih cepat daripada yang dapat dibongkar oleh "peningkatan penjualan".

Sementara itu, "piutang jangka panjang" Nortel—tagihan yang belum dibayar untuk kontrak multi-tahun—melonjak dari \$519 juta menjadi \$1,4 miliar. Dan Nortel kesulitan mengendalikan biaya; beban penjualan, umum, dan administrasi (atau overhead) telah meningkat dari 17,6% pendapatan pada tahun 1997 menjadi 18,7% pada tahun 1999. Secara keseluruhan, Nortel telah kehilangan \$351 juta pada tahun 1999.

Lalu ada Nortek, Inc., yang memproduksi barang-barang di ujung redup spektrum glamor: pelapis dinding vinil, lonceng pintu, kipas angin, kap mesin, pemadat sampah. Pada tahun 1999, Nortek memperoleh \$49 juta dari \$2 miliar dalam penjualan bersih, naik dari \$21 juta dalam laba bersih pada \$1,1 miliar dalam penjualan pada tahun 1997. Margin laba Nortek (laba bersih sebagai persentase dari

penjualan bersih) telah meningkat hampir sepertiga dari 1,9% menjadi 2,5%. Dan Nortek telah memotong overhead dari 19,3% dari pendapatan menjadi 18,1%.

Agar adil, sebagian besar ekspansi Nortek berasal dari pembelian perusahaan lain, bukan dari pertumbuhan internal. Terlebih lagi, Nortek memiliki utang \$1 miliar, beban besar bagi perusahaan kecil. Namun, pada Februari 2000, harga saham Nortek—kira-kira lima kali lipat pendapatannya pada 1999—mencakup sejumlah pesimisme yang sehat.

Di sisi lain, harga Nortel—87 kali perkiraan pendapatannya di tahun mendatang—merupakan optimisme yang berlebihan. Ketika semua dikatakan dan dilakukan, alih-alih menghasilkan \$1,30 per saham yang diperkirakan para analis, Nortel kehilangan \$1,17 per saham pada tahun 2000. Pada akhir 2002, Nortel telah mengeluarkan lebih dari \$36 miliar tinta merah.

Nortek, di sisi lain, memperoleh \$41,6 juta pada tahun 2000, \$8 juta pada tahun 2001, dan \$55 juta dalam sembilan bulan pertama tahun 2002. Sahamnya naik dari \$28 per saham menjadi \$45,75 pada akhir tahun 2002—keuntungan 63%. Pada Januari 2003, para manajer Nortek mengambil alih perusahaan tersebut, membeli semua saham dari investor publik dengan harga \$46 per saham. Saham Nortel, sementara itu, merosot dari \$56,81 pada Februari 2000, menjadi \$1,61 pada akhir tahun.

2002—kerugian
97%.

PAIR 8: RED HAT AND BROWN SHOE

Pada 11 Agustus 1999, Red Hat, Inc., pengembang perangkat lunak Linux, menjual sahamnya ke publik untuk pertama kalinya. Red Hat sangat panas; awalnya ditawarkan pada \$7, saham dibuka untuk perdagangan pada \$23 dan ditutup pada

\$26.031—keuntungan 272%.¹¹ Dalam satu hari, saham Red Hat telah naik lebih dari yang dimiliki Brown Shoe dalam 18 tahun sebelumnya. Pada bulan Desember

9, saham Red Hat mencapai \$143,13—naik 1,944% dalam empat bulan.

Sementara itu, Brown Shoe memiliki tali yang diikat menjadi satu.

Ditemukan di

1878, perusahaan grosir sepatu Buster Brown dan berjalan hampir 1.300 toko alas kaki di Amerika Serikat dan Kanada. Saham Brown Shoe, pada \$17,50 per saham pada 11 Agustus, turun menjadi \$14,31 pada 9 Desember. Sepanjang tahun 1999, saham Brown Shoe kehilangan 17,6%.¹²

¹¹Semua harga saham Red Hat disesuaikan untuk pemecahan saham dua-untuk-satu di Januari 2000.

¹²Ironisnya, 65 tahun sebelumnya Graham telah memilih Brown Shoe sebagai salah satu perusahaan paling stabil di New York Stock Exchange. Lihat Analisis Keamanan edisi 1934, hal. 159.

Selain nama keren dan saham panas, apa yang didapat investor Red Hat? Selama sembilan bulan yang berakhir pada tanggal 30 November, perusahaan menghasilkan pendapatan sebesar \$13 juta, yang menyebabkan kerugian bersih sebesar \$9 juta.¹³ Bisnis Red Hat hampir tidak lebih besar dari toko makanan di sudut jalan—dan jauh lebih tidak menguntungkan. Tetapi para pedagang, yang dikobarkan oleh kata-kata "perangkat lunak" dan "Internet," mendorong nilai total saham Red Hat menjadi \$ 21,3 miliar pada 9 Desember.

Dan Sepatu Coklat? Selama tiga kuartal sebelumnya, perusahaan telah menghasilkan \$1,2 miliar dalam penjualan bersih dan \$32 juta dalam pendapatan. Brown Shoe memiliki hampir \$5 per saham dalam bentuk tunai dan real estat; anak-anak masih membeli sepatu Buster Brown. Namun, pada tanggal 9 Desember, saham Brown Shoe memiliki nilai total \$261 juta—hampir 1/80 ukuran Red Hat meskipun Brown Shoe memiliki 100 kali pendapatan Red Hat. Pada harga itu, Brown Shoe dihargai 7,6 kali pendapatan tahunannya dan kurang dari seperempat dari penjualan tahunannya. Red Hat, di sisi lain, tidak mendapat untung sama sekali, sementara stoknya terjual lebih dari 1.000 kali penjualan tahunannya.

Red Hat, perusahaan itu terus memuntahkan tinta merah. Tak lama kemudian, saham juga. Brown Shoe, bagaimanapun, dengan susah payah mengeluarkan lebih banyak keuntungan— dan begitu pula pemegang sahamnya:

ANGKA 18-4 Merah Topi vs. Cokelat Sepatu

	2000	2001	2002
topi merah			
Total pengembalian(%)	-94,1	13.6	-16,8
Penghasilan bersih (\$ juta)	-43	-87	-140
Sepatu Coklat			
Total pengembalian(%)	-4.6	28.2	49.5
Penghasilan bersih (\$ juta)	36	36	-4

Catatan: Total pengembalian untuk tahun kalender; laba bersih tahun anggaran. Sumber: www.morningstar.com

¹³Kami menggunakan periode sembilan bulan hanya karena hasil 12 bulan Red Hat tidak dapat ditentukan dari laporan keuangannya tanpa menyertakan hasil akuisisi.

Apa yang telah kita pelajari? Pasar mencemooh prinsip-prinsip Graham dalam jangka pendek, tetapi pada akhirnya mereka selalu divalidasi ulang. Jika Anda membeli saham mumi karena harganya telah naik—bukannya menanyakan apakah nilai perusahaan yang mendasarinya meningkat—maka cepat atau lambat Anda akan sangat menyesal. Itu bukan kemungkinan. Ini adalah sebuah kepastian.

Pemegang Saham dan Manajemen: Kebijakan Dividen

*E*sejak tahun 1934 kami telah mengajukan argumen dalam tulisan kami untuk sikap yang lebih cerdas dan energik oleh para pemegang saham terhadap manajemen mereka. Kami telah meminta mereka untuk bersikap murah hati terhadap mereka yang terbukti melakukan pekerjaan dengan baik. Kami telah meminta mereka juga untuk menuntut penjelasan yang jelas dan memuaskan ketika hasilnya tampak lebih buruk dari yang seharusnya, dan untuk mendukung gerakan-gerakan untuk meningkatkan atau menghapus manajemen yang jelas-jelas tidak produktif. Pemegang saham dibenarkan untuk mengajukan pertanyaan mengenai kompetensi manajemen ketika hasil (1) tidak memuaskan dalam diri mereka sendiri, (2) lebih buruk daripada yang diperoleh perusahaan lain yang tampaknya berada pada posisi yang sama, dan (3) telah menghasilkan dalam harga pasar yang tidak memuaskan dalam jangka waktu lama.

Dalam 36 tahun terakhir praktis tidak ada yang benar-benar dicapai melalui tindakan cerdas oleh banyak pemegang saham. Seorang tentara salib yang bijaksana—jika memang ada—akan menganggap ini sebagai tanda bahwa dia telah membuang-buang waktu, dan sebaiknya dia menyerah saja. Saat itu terjadi, tujuan kita belum hilang; itu telah diselamatkan oleh perkembangan asing—dikenal sebagai pengambilalihan, atau tawaran pengambilalihan.* Kami mengatakan di Bab 8 bahwa manajemen yang buruk

* Ironisnya, pengambilalihan mulai mengering tak lama setelah edisi revisi terakhir Graham muncul, dan tahun 1970-an dan awal 1980-an menandai titik terendah mutlak efisiensi industri Amerika modern. Mobil adalah "lemon", televisi dan radio terus-menerus "berada di fritz," dan manajer banyak perusahaan publik mengabaikan kepentingan pemegang saham luar mereka saat ini dan prospek masa depan bisnis mereka sendiri. Semua

ment menghasilkan harga pasar yang buruk. Harga pasar yang rendah, pada gilirannya, menarik perhatian perusahaan yang tertarik untuk mendiversifikasi operasi mereka—dan ini sekarang sangat banyak. Akuisisi seperti itu tak terhitung banyaknya telah dicapai dengan kesepakatan dengan manajemen yang ada, atau dengan akumulasi saham di pasar dan dengan penawaran yang dibuat atas kepala mereka yang memegang kendali. Tawaran harga biasanya berada dalam kisaran nilai perusahaan di bawah manajemen yang cukup kompeten. Oleh karena itu, dalam banyak kasus, pemegang saham publik yang inert telah ditebus oleh tindakan “orang luar”—yang terkadang merupakan individu atau kelompok yang giat yang bertindak sendiri.

Dapat dinyatakan sebagai aturan dengan sedikit pengecualian bahwa manajemen yang buruk tidak diubah oleh tindakan “pemegang saham publik”, tetapi hanya oleh penegasan kontrol oleh individu atau kelompok yang kompak. Hal ini cukup sering terjadi akhir-akhir ini untuk membuat manajemen, termasuk dewan direksi, dari perusahaan yang dikendalikan publik pada umumnya memperhatikan bahwa jika hasil operasinya dan harga pasar yang dihasilkan sangat tidak memuaskan, itu mungkin menjadi target pengambilalihan yang sukses. lebih bergerak. Akibatnya, dewan direksi mungkin menjadi lebih hidup dari sebelumnya untuk tugas mendasar mereka untuk melihat bahwa perusahaan mereka memiliki manajemen puncak yang memuaskan. Lebih banyak perubahan presiden telah terlihat dalam beberapa tahun terakhir daripada sebelumnya.

Tidak semua perusahaan di kelas yang tidak memuaskan mendapat manfaat dari perkembangan tersebut. Juga, perubahan sering terjadi setelah jangka waktu yang lama hasil buruk tanpa tindakan perbaikan, dan telah bergantung pada cukup kecewa pemegang saham menjual dengan harga rendah untuk memungkinkan pihak luar yang energik untuk memperoleh posisi pengendali di saham. Tetapi gagasan bahwa pemegang saham publik benar-benar dapat membantu diri mereka sendiri dengan mendukung langkah-langkah untuk meningkatkan manajemen dan kebijakan manajemen telah terbukti terlalu muluk-muluk untuk berperang.

ini mulai berubah pada tahun 1984, ketika pengusaha minyak independen T. Boone Pickens meluncurkan tawaran pengambilalihan yang tidak bersahabat untuk Gulf Oil. Segera, didorong oleh pembiayaan obligasi sampah yang disediakan oleh Drexel Burnham Lambert, "perampok perusahaan" mengintai lanskap perusahaan Amerika, menakut-nakuti perusahaan lama-sklerotik ke dalam rejimen efisiensi baru. Sementara banyak perusahaan yang terlibat dalam pembelian dan pengambilalihan dirusak, bisnis Amerika lainnya muncul lebih ramping (yang bagus) dan lebih kejam (yang terkadang tidak).

mengoceh lebih banyak ruang dalam buku ini. Para pemegang saham individu yang memiliki cukup keberanian untuk membuat kehadiran mereka terasa pada pertemuan tahunan—umumnya kinerja yang benar-benar sia-sia—tidak akan membutuhkan nasihat kita tentang poin apa yang ingin disampaikan kepada manajemen. Bagi yang lain, saran itu mungkin akan sia-sia. Namun demikian, mari kita tutup bagian ini dengan permohonan agar para pemegang saham mempertimbangkan dengan pikiran terbuka dan dengan penuh perhatian setiap materi proksi yang dikirimkan kepada mereka oleh sesama pemegang saham yang ingin memperbaiki situasi manajemen yang jelas-jelas tidak memuaskan di perusahaan.

Pemegang Saham dan Kebijakan Dividen

Di masa lalu kebijakan dividen cukup sering menjadi bahan perdebatan antara publik, atau "minoritas", pemegang saham dan manajemen. Secara umum pemegang saham ini menginginkan dividen yang lebih liberal, sementara manajemen lebih suka menyimpan laba dalam bisnis "untuk memperkuat perusahaan." Mereka meminta para pemegang saham untuk mengorbankan kepentingan mereka saat ini demi kebaikan perusahaan dan untuk keuntungan jangka panjang mereka sendiri di masa depan. Namun dalam beberapa tahun terakhir sikap investor terhadap dividen telah mengalami perubahan bertahap namun signifikan. Argumen dasar sekarang untuk membayar dividen kecil daripada dividen liberal bukanlah bahwa perusahaan "membutuhkan" uang itu, melainkan bahwa ia dapat menggunakannya untuk keuntungan langsung dan langsung pemegang saham dengan mempertahankan dana untuk ekspansi yang menguntungkan. Bertahun-tahun yang lalu, biasanya perusahaan yang lemah yang kurang lebih dipaksa untuk mempertahankan keuntungannya, daripada membayar 60% hingga 75% dari mereka dalam bentuk dividen. Efeknya hampir selalu merugikan harga pasar saham. Saat ini sangat mungkin untuk menjadi perusahaan yang kuat dan berkembang yang sengaja menahan pembayaran dividen, dengan persetujuan investor dan spekulan sama.*

Selalu ada kasus teoretis yang kuat untuk menginvestasikan kembali

*Ironi yang digambarkan Graham di sini semakin kuat pada 1990-an, ketika hampir tampak bahwa semakin kuat perusahaan, semakin kecil kemungkinannya untuk membayar dividen—atau bagi pemegang sahamnya untuk menginginkannya. "Rasio pembayaran" (atau persentase pendapatan bersih mereka yang dibayarkan perusahaan sebagai dividen) turun dari "60% menjadi 75%" di zaman Graham menjadi 35% menjadi 40% pada akhir 1990-an.

dalam bisnis di mana retensi tersebut dapat diandalkan untuk menghasilkan peningkatan pendapatan yang baik. Tetapi ada beberapa kontra-argumen yang kuat, seperti: Keuntungan “milik” pemegang saham, dan mereka berhak untuk dibayarkan dalam batas manajemen yang bijaksana; banyak pemegang saham membutuhkan pendapatan dividen mereka untuk hidup; pendapatan yang mereka terima dalam bentuk dividen adalah “uang nyata”, sedangkan yang ditahan di perusahaan mungkin atau mungkin tidak muncul kemudian sebagai nilai nyata bagi pemegang saham. Argumen tandingan ini sangat menarik, pada kenyataannya, bahwa pasar saham menunjukkan bias yang terus-menerus mendukung pembayar dividen liberal dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membayar dividen atau yang relatif kecil.¹

Dalam 20 tahun terakhir, teori “investasi ulang yang menguntungkan” telah berkembang. Semakin baik catatan pertumbuhan masa lalu, semakin siap investor dan spekulan untuk menerima kebijakan pembayaran rendah. Begitu banyak kebenarannya sehingga dalam banyak kasus pertumbuhan favorit, tingkat dividen—atau bahkan tidak adanya dividen apa pun—tampaknya hampir tidak berpengaruh pada harga pasar.*

Contoh mencolok dari perkembangan ini ditemukan dalam sejarah Texas Instruments, Incorporated. Harga saham biasa naik dari 5 pada tahun 1953 menjadi 256 pada tahun 1960, sementara pendapatan naik dari 43 sen menjadi \$3,91 per saham dan sementara tidak ada dividen dalam bentuk apa pun yang dibayarkan. (Pada tahun 1962, dividen tunai dimulai, tetapi pada tahun itu pendapatan telah turun menjadi \$2,14 dan harga telah menunjukkan penurunan yang spektakuler ke level terendah 49.)

Ilustrasi ekstrim lainnya diberikan oleh Superior Oil. Di 1948 perusahaan melaporkan laba \$35,26 per saham, dibayar \$3 in dividen, dan dijual setinggi 235. Pada tahun 1953 dividen itu dikurangi menjadi \$1, tetapi harga tertingginya adalah 660. Pada tahun 1957, ia tidak membayar dividen

* Pada akhir 1990-an, perusahaan teknologi adalah pendukung kuat pandangan bahwa semua pendapatan mereka harus “dibajak kembali ke dalam bisnis,” di mana mereka bisa mendapatkan pengembalian yang lebih tinggi daripada pemegang saham luar mana pun mungkin bisa dengan menginvestasikan kembali hal yang sama. tunai jika dibayarkan kepadanya dalam bentuk dividen. Hebatnya, investor tidak pernah mempertanyakan kebenaran prinsip Daddy-Knows-Best yang mengurusi ini—atau bahkan menyadari

bahwa uang tunai perusahaan adalah milik pemegang saham, bukan manajernya. Lihat komentar pada bab ini.

sama sekali, dan dijual dengan harga 2.000! Masalah yang tidak biasa ini kemudian turun menjadi 795 in

1962, ketika memperoleh \$49,50 dan membayar \$7,50.*

Sentimen investasi jauh dari mengkristal dalam hal ini kebijakan dividen dari pertumbuhan perusahaan. Pandangan yang bertentangan adalah

diilustrasikan dengan baik oleh kasus dua perusahaan terbesar kami *tions—Telepon & Telegraf Amerika dan Bisnis Internasional mesin nesses. Telp Amerika & Telp.* datang untuk dianggap sebagai masalah dengan kemungkinan pertumbuhan yang baik, seperti yang ditunjukkan oleh fakta bahwa di

1961 terjual 25 kali lipat dari pendapatan tahun itu. Namun demikian,

kebijakan dividen tunai perusahaan tetap merupakan investasi dan pertimbangan spekulatif yang paling penting, pembuatan kutipannya

tanggapan aktif bahkan rumor tentang peningkatan yang akan datang dalam

tingkat dividen. Di sisi lain, relatif sedikit perhatian

tampaknya telah dibayarkan ke dividen tunai di IBM, yang di

1960 hanya menghasilkan 0,5% pada harga tinggi tahun ini dan 1,5% pada

penutupan tahun 1970. (Tetapi dalam kedua kasus pemecahan saham telah beroperasi sebagai

pengaruh pasar saham yang kuat.)

Penilaian pasar atas kebijakan dividen tunai tampaknya berkembang ke arah berikut: Dimana penekanan utama adalah tidak ditempatkan pada pertumbuhan saham dinilai sebagai "masalah pendapatan," dan

tingkat dividen mempertahankan kepentingannya yang telah lama dipegang sebagai yang utama

penentu harga pasar. Di sisi lain, stok jelas

diakui berada dalam kategori pertumbuhan cepat dinilai terutama dalam hal tingkat pertumbuhan yang diharapkan selama, katakanlah, dekade berikutnya, dan

tingkat dividen tunai kurang lebih tidak diperhitungkan.

Sementara pernyataan di atas dapat menggambarkan dengan tepat sepuluh-

dencies, itu sama sekali bukan panduan yang jelas untuk situasi di semua

saham biasa, dan mungkin tidak sebagian besar dari mereka. Untuk satu hal, banyak perusahaan menempati posisi perantara antara pertumbuhan dan non-pertumbuhan perusahaan. Sulit untuk mengatakan berapa banyak pentingnya harus dianggap berasal dari faktor pertumbuhan dalam kasus seperti itu, dan pandangan pasar terhadapnya dapat berubah secara radikal dari tahun ke tahun. Kedua, sepertinya ada sesuatu yang paradoks tentang

* Harga saham Superior Oil memuncak pada \$2165 per saham pada tahun 1959, ketika membayar dividen \$4. Selama bertahun-tahun, Superior adalah saham dengan harga tertinggi yang terdaftar di Bursa Efek New York. Superior, dikendalikan oleh keluarga Keck dari Houston, diakuisisi oleh Mobil Corp. pada tahun 1984.

mengharuskan perusahaan yang menunjukkan pertumbuhan lebih lambat untuk lebih liberal dengan dividen tunai mereka. Karena ini umumnya adalah masalah yang kurang makmur, dan di masa lalu semakin makmur perusahaan, semakin besar harapan akan pembayaran yang bebas dan meningkat.

Ini adalah keyakinan kami bahwa pemegang saham harus menuntut manajemen mereka baik pembayaran normal pendapatan-atas urutan, katakanlah, dari dua pertiga-atau demonstrasi yang jelas bahwa keuntungan yang diinvestasikan kembali telah menghasilkan peningkatan yang memuaskan dalam kinerja. berbagi pendapatan. Demonstrasi seperti itu biasanya dapat dilakukan dalam kasus perusahaan yang sedang berkembang. Namun dalam banyak kasus lain, pembayaran yang rendah jelas merupakan penyebab harga pasar rata-rata di bawah nilai wajar, dan di sini para pemegang saham memiliki hak untuk bertanya dan mungkin mengeluh.

Kebijakan yang boros sering dikenakan pada sebuah perusahaan karena posisi keuangannya relatif lemah, dan ia membutuhkan semua atau sebagian besar pendapatannya (ditambah biaya penyusutan) untuk membayar utang dan memperkuat posisi modal kerjanya. Ketika hal ini terjadi, tidak banyak yang dapat dikatakan pemegang saham tentang hal itu—kecuali mungkin untuk mengkritik manajemen karena membiarkan perusahaan jatuh ke dalam posisi keuangan yang tidak memuaskan. Namun, dividen terkadang ditahan oleh perusahaan yang relatif tidak makmur dengan tujuan untuk memperluas bisnis. Kami merasa bahwa kebijakan seperti itu tidak logis, dan harus membutuhkan penjelasan lengkap dan pembelaan yang meyakinkan sebelum pemegang saham menerimanya.

Dividen Saham dan Pemecahan Saham

Adalah penting bahwa investor memahami perbedaan penting antara dividen saham (disebut dengan tepat) dan pemecahan saham. Yang terakhir merupakan pernyataan kembali dari struktur saham biasa—dalam kasus yang khas dengan menerbitkan dua atau tiga saham untuk satu. Saham baru tidak terkait dengan pendapatan spesifik yang diinvestasikan kembali dalam periode tertentu di masa lalu. Tujuannya adalah untuk menetapkan harga pasar yang lebih

rendah untuk saham tunggal, mungkin karena kisaran harga yang lebih rendah tersebut

akan lebih dapat diterima oleh pemegang saham lama dan baru. Pemecahan saham dapat dilakukan dengan apa yang secara teknis dapat disebut dividen saham, yang melibatkan transfer jumlah dari surplus yang diperoleh ke akun modal; atau dengan perubahan nilai nominal, yang tidak mempengaruhi akun surplus.*

Apa yang harus kita sebut dividen saham yang tepat adalah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham untuk memberi mereka bukti nyata atau representasi dari pendapatan tertentu yang telah diinvestasikan kembali dalam bisnis untuk akun mereka selama beberapa waktu yang relatif singkat di masa lalu—katakanlah, tidak lebih dibanding dua tahun sebelumnya. Sekarang praktik yang disetujui untuk menilai dividen saham seperti itu pada nilai perkiraan pada saat deklarasi, dan untuk mentransfer jumlah yang sama dengan nilai tersebut dari surplus yang diperoleh ke akun modal. Jadi, jumlah dividen saham tipikal relatif kecil—dalam banyak kasus tidak lebih dari 5%. Pada dasarnya dividen saham semacam ini memiliki efek keseluruhan yang sama dengan pembayaran sejumlah uang tunai yang setara dari pendapatan bila disertai dengan penjualan saham tambahan dengan nilai total yang sama kepada pemegang saham. Namun,

Bursa Efek New York telah menetapkan angka 25% sebagai garis pemisah praktis antara pemecahan saham dan dividen saham. Yang 25% atau lebih tidak perlu dibarengi dengan pengalihan nilai pasarnya dari surplus yang diperoleh menjadi modal, dan sebagainya.† Beberapa perusahaan, terutama bank, masih mengikuti praktik lama.

* Saat ini, hampir semua pemecahan saham dilakukan dengan perubahan nilai. Dalam pembagian dua-untuk-satu, satu saham menjadi dua, masing-masing diperdagangkan dengan setengah harga sebelumnya dari satu saham asli; dalam pembagian tiga-untuk-satu, satu saham menjadi tiga, masing-masing diperdagangkan pada sepertiga dari harga sebelumnya; dan seterusnya. Hanya dalam kasus yang sangat jarang terjadi jumlah yang ditransfer "dari surplus yang diperoleh ke akun modal," seperti pada zaman Graham.

Aturan 703 New York Stock Exchange mengatur pemecahan saham dan dividen saham. NYSE sekarang menetapkan dividen saham lebih besar dari 25% dan kurang dari 100% sebagai "pemecahan saham parsial." Tidak seperti di masa Graham, dividen saham ini sekarang dapat memicu persyaratan akuntansi NYSE bahwa jumlah dividen dikapitalisasi dari laba ditahan.

mendeklarasikan dividen saham apa pun yang mereka inginkan—misalnya, satu dari 10%, tidak terkait dengan pendapatan baru-baru ini—dan contoh-contoh ini mempertahankan kebingungan yang tidak diinginkan di dunia keuangan.

Kami telah lama menjadi pendukung kuat dari kebijakan yang sistematis dan diucapkan dengan jelas hubungan dengan pembayaran tunai dan dividen saham. Di bawah kebijakan seperti itu, dividen saham dibayarkan secara berkala untuk mengkapitalisasi semua atau sebagian dari pendapatan yang diinvestasikan kembali dalam bisnis. Kebijakan semacam itu—mencakup 100% dari pendapatan yang diinvestasikan kembali—telah diikuti oleh Purex, Asuransi Pegawai Pemerintah, dan mungkin beberapa lainnya.*

Dividen saham dari semua jenis tampaknya tidak disetujui oleh sebagian besar penulis akademis tentang masalah ini. Mereka bersikeras bahwa itu hanyalah selembar kertas, bahwa mereka tidak memberi pemegang saham apa pun yang tidak mereka miliki sebelumnya, dan bahwa mereka memerlukan biaya dan ketidaknyamanan yang tidak perlu.[†] Di pihak kami, kami menganggap ini sebagai pandangan yang sepenuhnya doktriner, yang gagal untuk mengambil mempertimbangkan realitas praktis dan psikologis dari investasi. Benar, dividen saham periodik—katakanlah 5%—hanya mengubah "bentuk" investasi pemilik. Dia memiliki 105 saham di tempat 100; tetapi tanpa dividen saham, 100 saham asli akan mewakili hal yang sama

* Kebijakan ini, yang sudah tidak biasa di zaman Graham, sangat langka saat ini. Di

1936 dan sekali lagi pada 1950, kira-kira setengah dari semua saham di NYSE membayar apa yang disebut dividen khusus. Namun, pada tahun 1970, persentase tersebut telah menurun menjadi kurang dari 10% dan, pada tahun 1990-an, jauh di bawah 5%. Lihat Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, dan Douglas J. Skinner, "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling," *Journal of Financial Economics*, vol. 57, tidak.

3, September 2000, hlm. 309–354. Penjelasan yang paling masuk akal untuk penurunan ini adalah bahwa manajer perusahaan menjadi tidak nyaman dengan gagasan bahwa pemegang saham mungkin menafsirkan dividen khusus sebagai sinyal bahwa laba masa depan mungkin rendah.

Kritik akademis terhadap dividen dipimpin oleh Merton Miller dan Franco Modigliani, yang artikelnya yang berpengaruh "Kebijakan Dividen, Pertumbuhan, dan Penilaian Saham" (1961) membantu mereka memenangkan

Hadiah Nobel di bidang Ekonomi. Miller dan Modigliani berpendapat, pada dasarnya, bahwa dividen tidak relevan, karena investor tidak boleh peduli apakah pengembaliannya datang melalui dividen dan kenaikan harga saham, atau melalui kenaikan harga saham saja, asalkan total pengembaliannya sama baik kasus.

kepentingan kepemilikan sekarang diwujudkan dalam 105 sahamnya. Meski demikian, perubahan wujud sebenarnya merupakan salah satu hal yang sangat penting dan berharga baginya. Jika dia ingin menguangkan bagiannya dari keuntungan yang diinvestasikan kembali, dia dapat melakukannya dengan menjual sertifikat baru yang dikirim kepadanya, daripada harus memecah sertifikat aslinya. Dia dapat mengandalkan untuk menerima tingkat dividen tunai yang sama pada 105 saham seperti sebelumnya pada 100 sahamnya; kenaikan 5% dalam tingkat dividen tunai tanpa dividen saham hampir tidak mungkin terjadi.*

Keuntungan dari kebijakan dividen saham periodik paling jelas bila dibandingkan dengan praktik biasa perusahaan utilitas publik membayar dividen tunai liberal dan kemudian mengambil kembali sebagian besar uang ini dari pemegang saham dengan menjual saham tambahan kepada mereka (melalui hak berlangganan).† Seperti yang kami sebutkan di atas, pemegang saham akan menemukan diri mereka dalam posisi yang persis sama jika mereka menerima dividen saham sebagai pengganti kombinasi populer dari dividen tunai diikuti dengan berlangganan saham-kecuali bahwa mereka akan menghemat pajak penghasilan lain yang dibayarkan atas dividen tunai. Mereka yang membutuhkan atau menginginkan pendapatan tunai tahunan maksimum, tanpa tambahan saham, bisa mendapatkan hasil ini dengan menjual dividen saham mereka, dengan cara yang sama seperti mereka menjual hak berlangganan mereka di bawah praktek sekarang.

Jumlah agregat pajak penghasilan yang dapat dihemat dengan mengganti dividen saham dengan kombinasi saham-dividen-plus-hak berlangganan saat ini sangat besar. Kami mendesak agar ini

* Argumen Graham tidak lagi valid, dan investor saat ini dapat dengan aman melewati bagian ini. Pemegang saham tidak perlu lagi khawatir "harus memecah" sertifikat saham, karena hampir semua saham sekarang ada dalam bentuk elektronik daripada kertas. Dan ketika Graham mengatakan bahwa kenaikan 5% dalam dividen tunai pada 100 saham kurang "mungkin" daripada dividen konstan pada 105 saham, tidak jelas bagaimana dia bisa menghitung probabilitas itu.

Hak berlangganan, sering kali hanya dikenal sebagai "hak", lebih jarang digunakan daripada di zaman Graham. Mereka memberikan hak kepada pemegang saham yang ada untuk membeli saham baru, terkadang dengan harga diskon dari harga pasar. Seorang pemegang saham yang tidak berpartisipasi pada akhirnya akan memiliki lebih sedikit perusahaan secara proporsional. Jadi, seperti

halnya dengan begitu banyak hal lain yang disebut “hak”, beberapa paksaan sering kali terlibat. Hak paling umum saat ini di antara dana dan asuransi tertutup atau perusahaan induk lainnya.

perubahan dibuat oleh utilitas publik, meskipun efeknya merugikan pada Departemen Keuangan AS, karena kami yakin bahwa sepenuhnya tidak adil untuk mengenakan pajak penghasilan (pribadi) kedua atas pendapatan yang tidak benar-benar diterima oleh pemegang saham, karena perusahaan nie mengambil uang yang sama kembali melalui penjualan saham.*

Perusahaan yang efisien terus memodernisasi fasilitas mereka, produk mereka, pembukuan mereka, program pelatihan manajemen mereka, hubungan karyawan mereka. Sudah saatnya mereka berpikir untuk memodernisasi praktik keuangan utama mereka, yang tidak kalah pentingnya adalah kebijakan dividen mereka.

* Pemerintahan Presiden George W. Bush membuat kemajuan lebih awal

2003 untuk mengurangi masalah pengenaan pajak berganda atas dividen perusahaan, meskipun terlalu dini untuk mengetahui betapa bermanfaatnya undang-undang final di bidang ini nantinya. Pendekatan yang lebih bersih adalah membuat pembayaran dividen

mengurangi pajak bagi perusahaan, tetapi itu bukan bagian dari undang-undang yang diusulkan.

KOMENTAR CHAPTER 19

Ketidakbenaran yang paling berbahaya adalah kebenaran yang sedikit terdistorsi.

—GC Lichtenberg

MENGAPA GRAHAM THEROWINTHEWELL?

Mungkin tidak ada bagian lain dari *The Intelligent Investor* yang diubah secara drastis oleh Graham selain ini. Dalam edisi pertama, bab ini adalah salah satu dari pasangan yang bersama-sama berjalan hampir 34 halaman. Bagian awal (“Investor sebagai Pemilik Bisnis”) membahas hak suara pemegang saham, cara menilai kualitas manajemen perusahaan, dan teknik untuk mendeteksi konflik kepentingan antara investor dalam dan investor luar. Namun, pada edisi revisi terakhirnya, Graham telah mengupas seluruh diskusi menjadi kurang dari delapan halaman singkat tentang dividen.

Mengapa Graham memotong lebih dari tiga perempat argumen aslinya? Setelah berpuluh-puluh tahun dinasihati, dia jelas telah putus asa bahwa investor akan tertarik untuk memantau perilaku manajer perusahaan.

Tetapi epidemi skandal terbaru—tuduhan perilaku manajerial yang salah, akuntansi yang curang, atau manuver pajak di perusahaan besar seperti AOL, Enron, Global Crossing, Sprint, Tyco, dan WorldCom—adalah pengingat yang jelas bahwa peringatan Graham sebelumnya tentang perlunya kewaspadaan abadi lebih penting dari sebelumnya. Mari kita bawa mereka kembali dan mendiskusikannya sehubungan dengan peristiwa hari ini.

RSUSPRACTICE

Graham memulai diskusi aslinya (1949) tentang “Investor sebagai Pemilik Bisnis” dengan menunjukkan bahwa, secara teori, “pemegang saham sebagai kelas adalah raja. Bertindak sebagai mayoritas, mereka dapat mempekerjakan dan memecat manajemen dan membengkokkan mereka

sepenuhnya sesuai keinginan mereka.” Namun, dalam praktiknya, kata Graham,

pemegang saham adalah washout lengkap. Sebagai kelas mereka tidak menunjukkan kecerdasan maupun kewaspadaan. Mereka memilih dengan cara seperti domba untuk apa pun yang direkomendasikan manajemen dan tidak peduli seberapa buruk catatan pencapaian manajemen. . . . Satu-satunya cara untuk menginspirasi rata-rata pemegang saham Amerika untuk mengambil tindakan cerdas secara independen adalah dengan meledakkan petasan di bawahnya. . . . Kita tidak dapat menolak untuk menunjukkan fakta paradoks bahwa Yesus tampaknya adalah seorang pengusaha yang lebih praktis daripada pemegang saham Amerika.¹

Graham ingin Anda menyadari sesuatu yang mendasar tetapi sangat mendalam: Ketika Anda membeli saham, Anda menjadi pemilik perusahaan. Manajernya, sampai ke CEO, bekerja untuk Anda. Dewan direksinya harus menjawab Anda. Uang tunainya milik Anda. Bisnisnya adalah milik Anda. Jika Anda tidak menyukai bagaimana perusahaan Anda dikelola, Anda berhak menuntut agar para manajer dipecat, direktur diganti, atau properti dijual. "Pemegang saham," kata Graham, "harus bangun."²

¹Benjamin Graham, *Investor Cerdas* (Harper & Row, New York, 1949), hlm. 217, 219, 240. Graham menjelaskan rujukannya kepada Yesus dengan cara ini: "Setidaknya dalam empat perumpamaan dalam Injil ada rujukan pada hubungan yang sangat kritis antara orang yang kaya dan orang-orang yang ia pimpin. Properti. Yang paling penting adalah kata-kata "seorang kaya tertentu" berbicara kepada pelayan atau manajernya, yang dituduh membuang-buang barangnya: 'Berikanlah pertanggungjawaban tentang penatalayananmu, karena engkau tidak boleh lagi menjadi penatalayan.' (Lukas, 16:2)." Di antara perumpamaan lain yang tampaknya ada dalam pikiran Graham adalah Mat., 25:15–28.

²Benjamin Graham, "Sebuah Kuesioner tentang Hubungan Pemegang Saham-Manajemen," *Jurnal Analis*, Kuarter Keempat, 1947, hlm. 62. Graham menunjukkan bahwa dia telah melakukan survei terhadap hampir 600 analis keamanan profesional dan menemukan bahwa lebih dari 95% dari mereka percaya bahwa pemegang saham memiliki hak untuk meminta penyelidikan formal terhadap manajer yang kepemimpinannya tidak meningkatkan nilai saham. Graham menambahkan dengan datar bahwa "tindakan seperti itu hampir tidak pernah terdengar dalam praktik." Ini, katanya, "menyoroti jurang yang lebar

antara apa yang seharusnya terjadi dan apa yang terjadi dalam hubungan pemegang saham-manajemen."

THE INTELLIGENT OWNER

Investor hari ini telah melupakan pesan Graham. Mereka mengerahkan sebagian besar upaya mereka untuk membeli saham, sedikit untuk menjualnya—tetapi tidak ada yang memilikinya. "Tentu saja," Graham mengingatkan kita, "ada banyak alasan untuk berhati-hati dan pertimbangan dalam menjadi pemegang saham."⁶

Jadi bagaimana seharusnya Anda, sebagai investor yang cerdas, menjadi pemilik yang cerdas? Graham memulai dengan memberi tahu kita bahwa "hanya ada dua pertanyaan dasar yang harus diperhatikan oleh pemegang saham:

1. Apakah manajemen cukup efisien?
2. Apakah kepentingan rata-rata pemegang saham luar mendapat pengakuan yang layak?"⁴

Anda harus menilai efisiensi manajemen dengan membandingkan profitabilitas, ukuran, dan daya saing setiap perusahaan dengan perusahaan seupa dalam industrinya. Bagaimana jika Anda menyimpulkan bahwa manajemen tidak baik? Kemudian, desak Graham,

Beberapa pemegang saham yang lebih substansial harus diyakinkan bahwa perubahan diperlukan dan harus bersedia bekerja untuk mencapai tujuan itu. Kedua, pangkat dan arsip pemegang saham harus cukup berpikiran terbuka untuk membaca materi proksi dan mempertimbangkan argumen di kedua sisi. Mereka setidaknya harus dapat mengetahui kapan perusahaan mereka tidak berhasil dan siap untuk menuntut lebih dari sekadar basa-basi sebagai pembenaran dari manajemen yang sedang menjabat. Ketiga, akan sangat membantu, ketika angka-angka dengan jelas menunjukkan bahwa hasilnya jauh di bawah rata-rata, jika sudah menjadi kebiasaan untuk memanggil insinyur bisnis luar untuk menyampaikan kebijakan dan kompetensi manajemen.⁵

³Graham dan Dodd, Analisis Keamanan (1934 ed.), hlm. 508.

⁴*investor cerdas*, edisi 1949, hal. 218.

⁵edisi 1949, hal. 223. Graham menambahkan bahwa suara proxy akan diperlukan untuk memberi wewenang kepada komite independen dari pemegang saham luar untuk memilih "perusahaan teknik" yang akan menyerahkan laporannya kepada pemegang saham, bukan kepada

dewan direksi. Namun, perusahaan akan menanggung biaya proyek ini. Di antara jenis-jenis "perusahaan teknik" (lanjutan di hlm. 501)

THE ENRON ENDR UN

Kembali pada tahun 1999, Enron Corp. menduduki peringkat ketujuh dalam daftar Fortune 500 dari perusahaan-perusahaan top Amerika. Pendapatan, aset, dan pendapatan raksasa energi itu semuanya naik seperti roket.

Tetapi bagaimana jika seorang investor mengabaikan angka-angka yang glamor dan berkilauan—dan hanya menempatkan pernyataan proksi Enron tahun 1999 di bawah mikroskop akal sehat? Di bawah judul "Transaksi Tertentu," proxy mengungkapkan bahwa kepala keuangan Enron, Andrew Fastow, adalah "anggota pengelola" dari dua kemitraan, LJM1 dan LJM2, yang membeli "investasi terkait energi dan komunikasi." Dan dari mana LJM1 dan LJM2 membeli? Mengapa, di mana lagi selain dari Enron! Proxy melaporkan bahwa kemitraan telah membeli aset sebesar \$170 juta dari Enron—kadang-kadang menggunakan uang yang dipinjam dari Enron.

Investor yang cerdas akan segera bertanya:

- Apakah direktur Enron menyetujui pengaturan ini? (Ya, kata proxy.)
- Akankah Fastow mendapatkan sebagian dari keuntungan LJM? (Ya, kata proxy.)
- Sebagai kepala keuangan Enron, apakah Fastow berkewajiban untuk bertindak secara eksklusif demi kepentingan pemegang saham Enron? (Tentu saja.)
- Apakah Fastow karena itu berkewajiban untuk memaksimalkan harga Enron diperoleh untuk setiap aset yang dijualnya? (Sangat.)
- Tetapi jika LJM membayar harga tinggi untuk aset Enron, apakah hal itu akan menurunkan potensi keuntungan LJM—dan pendapatan pribadi Fastow? (Jelas.)
- Di sisi lain, jika LJM membayar harga rendah, apakah itu akan meningkatkan keuntungan Fastow dan kemitraannya, tetapi merugikan pendapatan Enron? (Jelas.)
- Haruskah Enron meminjamkan uang kepada kemitraan Fastow untuk membeli aset dari Enron yang mungkin menghasilkan keuntungan pribadi untuk Fastow? (Katakan apa?!)
- Bukankah semua ini merupakan konflik kepentingan yang sangat mengganggu? (Tidak ada jawaban lain yang mungkin.)

- Apa yang dikatakan pengaturan ini tentang penilaian direktur yang menyetujuinya? (Dikatakan Anda harus mengambil uang investasi Anda di tempat lain.)

Dua pelajaran yang jelas muncul dari bencana ini: Jangan pernah menggali terlalu dalam ke angka-angka yang Anda periksa akal sehat Anda di pintu, dan selalu membaca pernyataan proxy sebelum (dan sesudah) Anda membeli saham.

Apa itu "materi proxy" dan mengapa Graham bersikeras agar Anda membacanya? Dalam pernyataan kuasanya, yang dikirimkan kepada setiap pemegang saham, sebuah perusahaan mengumumkan agenda rapat tahunannya dan mengungkapkan rincian tentang kompensasi dan kepemilikan saham manajer dan direktur, bersama dengan transaksi antara orang dalam dan perusahaan. Pemegang saham diminta untuk memilih kantor akuntan mana yang harus mengaudit pembukuan dan siapa yang harus menjadi dewan direksi. Jika Anda menggunakan akal sehat Anda saat membaca proxy, dokumen ini bisa seperti burung kenari di tambang batu bara—sistem peringatan dini yang menandakan bahwa ada sesuatu yang salah. (Lihat bilah sisi Enron di atas.)

Namun, rata-rata, antara sepertiga dan setengah dari semua investor individu tidak dapat diganggu untuk memilih proxy mereka.⁶ Apakah mereka bahkan membacanya?

Memahami dan memilih proxy Anda sama pentingnya

(lanjutan dari hal. 499)Graham dalam pikiran adalah manajer uang, lembaga pemeringkat dan organisasi analis keamanan. Saat ini, investor dapat memilih di antara ratusan perusahaan konsultan, penasihat restrukturisasi, dan anggota entitas seperti Asosiasi Manajemen Risiko.

⁶Tabulasi hasil pemungutan suara untuk tahun 2002 oleh Georgeson Shareholder dan ADPs Investor Communication Services, dua perusahaan terkemuka yang mengirimkan permintaan proxy kepada investor, menyarankan tingkat respons rata-rata sekitar 80% hingga 88% (termasuk proxy yang dikirim oleh pialang saham atas nama klien mereka, yang secara otomatis memilih mendukung manajemen kecuali klien menentukan sebaliknya). Dengan demikian pemilik antara 12% dan 20% dari seluruh saham tidak memberikan suara kepada kuasanya. Karena individu hanya memiliki 40% saham AS berdasarkan nilai pasar, dan sebagian besar investor institusi seperti dana pensiun dan perusahaan asuransi terikat secara hukum untuk memberikan suara pada masalah proxy, itu berarti bahwa kira-kira sepertiga dari semua investor individu mengabaikan untuk memilih.

menjadi investor yang cerdas karena mengikuti berita dan memilih hati nurani Anda adalah menjadi warga negara yang baik. Tidak masalah apakah Anda memiliki 10% dari sebuah perusahaan atau, dengan mengutak-atik 100 saham Anda, cukup

1/10.000 dari 1%. Jika Anda belum pernah membaca proxy dari saham yang Anda miliki, dan perusahaan bangkrut, satu-satunya orang yang harus Anda salahkan adalah diri Anda sendiri. Jika Anda membaca proxy dan melihat hal-hal yang mengganggu Anda, maka:

- memberikan suara menentang setiap direktur untuk memberi tahu mereka bahwa Anda tidak setuju
- menghadiri pertemuan tahunan dan berbicara untuk hak-hak Anda
- temukan papan pesan online yang dikhususkan untuk saham (seperti yang ada di <http://finance.yahoo.com>) dan mengumpulkan investor lain untuk bergabung dengan tujuan Anda.

Graham punya ide lain yang bisa menguntungkan investor saat ini:

. . . ada keuntungan yang bisa diperoleh melalui pemilihan satu atau lebih direktur yang profesional dan independen. Orang-orang ini harus memiliki pengalaman bisnis yang luas yang dapat memberikan pandangan baru dan ahli tentang masalah-masalah perusahaan. . . Mereka harus menyerahkan laporan tahunan terpisah, ditujukan langsung kepada pemegang saham dan berisi pandangan mereka tentang pertanyaan utama yang menyangkut pemilik perusahaan: “Apakah bisnis menunjukkan hasil untuk pemegang saham luar yang dapat diharapkan darinya di bawah pengawasan yang tepat? pengelolaan? Jika tidak, mengapa—dan apa yang harus dilakukan?”

Orang hanya bisa membayangkan kekhawatiran yang akan ditimbulkan oleh proposal Graham di antara kroni-kroni perusahaan dan teman-teman golf yang merupakan begitu banyak direktur "independen" saat ini. (Jangan menganggap bahwa hal itu dapat membuat mereka gemetar ketakutan, karena sebagian besar direktur independen tampaknya tidak memiliki tulang punggung.)

**APA OS EM PADA MATA ITU,
LALU?**

Sekarang mari kita lihat kriteria kedua Graham—apakah manajemen bertindak demi kepentingan terbaik investor luar. Manajer selalu memberi tahu pemegang saham bahwa mereka—para manajer— paling tahu apa yang harus dilakukan

⁷edisi 1949, hal. 224.

kas perusahaan. Graham melihat langsung melalui malarkey manajerial ini:

Manajemen perusahaan mungkin menjalankan bisnis dengan baik namun tidak memberikan hasil yang tepat kepada pemegang saham luar, karena efisiensinya terbatas pada operasi dan tidak mencakup penggunaan modal yang terbaik. Tujuan dari operasi yang efisien adalah untuk memproduksi dengan biaya rendah dan untuk menemukan artikel yang paling menguntungkan untuk dijual. Keuangan yang efisien mensyaratkan bahwa uang pemegang saham bekerja dalam bentuk yang paling sesuai dengan kepentingan mereka. Ini adalah pertanyaan di mana manajemen, dengan demikian, memiliki sedikit minat. Sebenarnya, hampir selalu menginginkan modal sebanyak mungkin dari pemiliknya, untuk meminimalkan masalah keuangannya sendiri. Jadi manajemen tipikal akan beroperasi dengan modal lebih dari yang diperlukan, jika pemegang saham mengizinkannya—yang sering mereka lakukan.⁸

Pada akhir 1990-an dan awal 2000-an, manajemen perusahaan teknologi terkemuka mengambil sikap "Ayah-Tahu-Terbaik" ini ke ekstrem baru. Argumennya seperti ini: Mengapa Anda harus menuntut dividen ketika kami dapat menginvestasikan uang itu untuk Anda dan mengubahnya menjadi harga saham yang meningkat? Lihat saja bagaimana saham kami naik—bukankah itu membuktikan bahwa kami dapat mengubah uang Anda menjadi dolar lebih baik daripada yang Anda bisa?

Luar biasa, investor jatuh untuk itu hook, line, dan pemberat. Daddy Knows Best menjadi injil sehingga, pada tahun 1999, hanya 3,7% dari perusahaan yang pertama kali menjual saham mereka ke publik pada tahun itu yang membayar dividen—turun dari rata-rata 72,1% dari semua IPO pada tahun 1960-an.⁹Lihat saja caranya

⁸edisi 1949, hal. 233.

⁹Eugene F. Fama dan Kenneth R. French, "Dividen yang Menghilang: Mengubah Karakteristik Perusahaan atau Menurunkan Kecenderungan untuk Membayar?" Jurnal Ekonomi Keuangan, vol. 60, tidak. 1, April 2001, hlm. 3-43, khususnya Tabel 1; lihat juga Elroy Dimson, Paul Marsh, dan Mike Staunton, *Triumph of the Optimiss* (Princeton Univ. Press, Princeton, 2002), hlm. 158-161. Menariknya, jumlah total dolar dividen yang dibayarkan oleh saham AS telah meningkat sejak akhir 1970-an, bahkan setelah inflasi—tetapi jumlah saham yang membayar dividen telah menyusut hampir dua pertiga. Lihat Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, dan Douglas J. Skinner, "Apakah Dividen

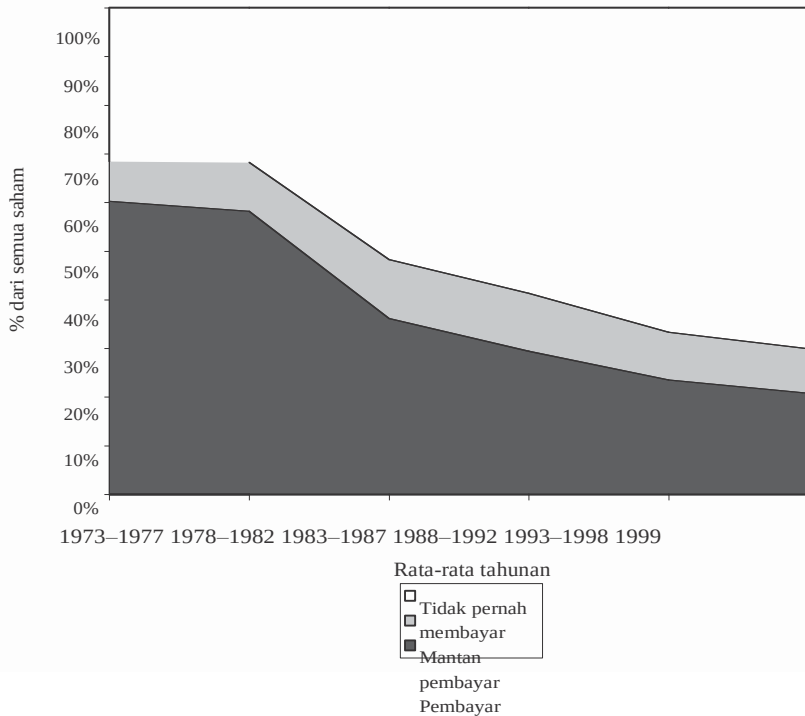
Menghilang? Konsentrasi Dividen dan Konsolidasi Laba”, tersedia di:<http://papers.ssrn.com>.

persentase perusahaan yang membayar dividen (ditampilkan di area gelap) telah menghilang:

GAMBAR 19-

1

Siapa yang Membayar Dividen?



Sumber: Eugene Fama dan Kenneth French, “Dividen yang Menghilang,” Jurnal Ekonomi Keuangan, April 2001.

Tapi Daddy Knows Best hanyalah tempat tidur. Sementara beberapa perusahaan menggunakan uang mereka dengan baik, banyak lagi yang jatuh ke dalam dua kategori lain: mereka yang hanya membuang-buang uang, dan mereka yang menumpuknya jauh lebih cepat daripada yang bisa mereka habiskan.

Di grup pertama, Priceline.com menghapus kerugian \$67 juta dalam

2000 setelah meluncurkan usaha konyol ke bahan makanan dan bensin, sementara Amazon.com menghancurkan setidaknya \$233 juta kekayaan pemegang sahamnya dengan "berinvestasi" dalam bom titik seperti Webvan dan Ashford.com.¹⁰

Dan dua kerugian terbesar yang tercatat sejauh ini—JDS Uniphase sebesar \$56 miliar pada tahun 2001 dan AOL Time Warner sebesar \$99 miliar pada tahun 2002—terjadi setelah perusahaan memilih untuk tidak membayar dividen tetapi bergabung dengan perusahaan lain pada saat saham mereka dinilai terlalu tinggi.¹¹

Pada kelompok kedua, pertimbangkan bahwa pada akhir tahun 2001, Oracle Corp. telah mengumpulkan \$5 miliar tunai. Cisco Systems telah menimbun setidaknya \$7,5 miliar. Microsoft telah mengumpulkan segunung uang tunai sebesar \$38,2 miliar—dan meningkat rata-rata lebih dari \$2 juta per jam.¹²Seberapa hujan hari yang diharapkan Bill Gates?

Jadi bukti anekdot dengan jelas menunjukkan bahwa banyak perusahaan

¹⁰Mungkin Benjamin Franklin, yang konon membawa koinnya ke dalam dompet asbes agar uangnya tidak melubangi sakunya, bisa menghindari masalah ini jika dia menjadi CEO.

¹¹Sebuah studi oleh BusinessWeek menemukan bahwa dari tahun 1995 hingga 2001, 61% dari lebih dari 300 merger besar berakhir dengan menghancurkan kekayaan para pemegang saham dari perusahaan yang mengakuisisi—suatu kondisi yang dikenal sebagai "kutukan pemenang" atau "penyesalan pembeli". Dan pengakuisisi yang menggunakan saham daripada uang tunai untuk membayar kesepakatan itu mengungguli perusahaan saingan sebesar 8%. (David Henry, "Merger: Mengapa Kebanyakan Transaksi Besar Tidak Membayar," BusinessWeek, 14 Oktober,

2002, hlm. 60-70.) Sebuah studi akademis serupa menemukan bahwa akuisisi perusahaan swasta dan anak perusahaan perusahaan publik menghasilkan pengembalian saham yang positif, tetapi akuisisi seluruh perusahaan publik menghasilkan kerugian bagi pemegang saham pemenang tender. (Kathleen Fuller, Jeffry Netter, dan Mike Stegemoller, "Apa yang Diberitahukan oleh Perusahaan yang Mengakuisisi kepada Kami?" The Journal of Finance, vol. 57, no. 4, August, 2002, hlm. 1763–1793.)

¹²Dengan suku bunga mendekati rekor terendah, segunung uang tunai menghasilkan pengembalian yang buruk jika hanya duduk-duduk. Sebagai Graham menegaskan, "Selama ini surplus kas tetap dengan perusahaan, pemegang saham luar mendapat sedikit manfaat dari itu" (1949 edisi, hal. 232). Memang, pada akhir tahun 2002, saldo kas Microsoft telah membengkak menjadi \$43,4 miliar—bukti yang jelas bahwa perusahaan

tidak dapat memanfaatkan uang tunai yang dihasilkan bisnisnya dengan baik. Seperti yang akan dikatakan Graham, operasi Microsoft efisien, tetapi keuangannya tidak lagi. Dalam langkah untuk mengatasi masalah ini, Microsoft mengumumkan pada awal 2003 bahwa mereka akan mulai membayar dividen triwulanan secara teratur.

tidak tahu bagaimana mengubah kelebihan uang tunai menjadi pengembalian ekstra. Apa yang dikatakan bukti statistik kepada kita?

- Penelitian oleh manajer uang Robert Arnott dan Clifford Asness menemukan bahwa ketika dividen saat ini rendah, pendapatan perusahaan di masa depan juga menjadi rendah. Dan ketika dividen saat ini tinggi, begitu juga pendapatan masa depan. Selama periode 10 tahun, tingkat rata-rata pertumbuhan pendapatan adalah 3,9 poin lebih besar ketika dividen tinggi daripada ketika dividen rendah.¹³
- Profesor akuntansi Columbia Doron Nissim dan Amir Ziv menemukan bahwa perusahaan yang menaikkan dividen mereka tidak hanya memiliki pengembalian saham yang lebih baik, tetapi juga "peningkatan dividen dikaitkan dengan profitabilitas masa depan [yang lebih tinggi] setidaknya selama empat tahun setelah perubahan dividen."¹⁴

Singkatnya, sebagian besar manajer salah ketika mereka mengatakan bahwa mereka dapat menggunakan uang Anda lebih baik daripada yang Anda bisa. Membayar dividen tidak menjamin hasil yang bagus, tetapi itu meningkatkan pengembalian saham biasa dengan menarik setidaknya sejumlah uang tunai dari tangan manajer sebelum mereka dapat menyia-nyiakannya atau membuangnya.

JUAL MURAH, BELI TINGGI

Bagaimana dengan argumen bahwa perusahaan dapat menggunakan uang cadangan untuk penggunaan yang lebih baik dengan membeli kembali saham mereka sendiri? Ketika sebuah perusahaan membeli kembali sebagian sahamnya, itu mengurangi jumlah sahamnya yang beredar. Bahkan jika laba bersihnya tetap datar, pendapatan perusahaan

¹³Robert D. Arnott dan Clifford S. Asness, "Kejutan! Dividen Lebih Tinggi = Pertumbuhan Pendapatan Lebih Tinggi," *Jurnal Analis Keuangan*, Januari/Februari, 2003, hlm. 70–87.

¹⁴Doron Nissim dan Amir Ziv, "Perubahan Dividen dan Profitabilitas Masa Depan," *The Journal of Finance*, vol. 56, tidak. 6 Desember 2001, hlm. 2111–2133. Bahkan peneliti yang tidak setuju dengan temuan Arnott-Asness dan Nissim-Ziv tentang pendapatan masa depan setuju bahwa kenaikan dividen

menyebabkan pengembalian saham masa depan yang lebih tinggi; lihat Shlomo Benartzi, Roni Michaely, dan Richard Thaler, “Apakah Perubahan dalam Dividen Menandakan Masa Depan atau Masa Lalu?” *Jurnal Keuangan*, vol. 52, tidak. 3, Juli 1997, hlm. 1007–1034.

per saham akan naik, karena total pendapatannya akan tersebar di lebih sedikit saham. Itu, pada gilirannya, harus mengangkat harga saham. Lebih baik lagi, tidak seperti dividen, pembelian kembali bebas pajak bagi investor yang tidak menjual saham mereka.¹⁵

Dengan demikian meningkatkan nilai saham mereka tanpa menaikkan tagihan pajak mereka. Dan jika sahamnya murah, maka membelanjakan uang cadangan untuk membeli kembali adalah penggunaan modal perusahaan yang sangat baik.¹⁶

Semua ini benar dalam teori. Sayangnya, di dunia nyata, pembelian kembali saham telah datang untuk melayani tujuan yang hanya dapat digambarkan sebagai sesuatu yang jahat. Sekarang hibah opsi saham telah menjadi bagian besar dari kompensasi eksekutif, banyak perusahaan—terutama di industri teknologi tinggi—harus menerbitkan ratusan juta saham untuk diberikan kepada manajer yang menggunakan opsi saham tersebut.¹⁷Tapi itu akan mendongkrak

¹⁵Reformasi pajak yang diusulkan oleh Presiden George W. Bush pada awal tahun 2003 akan mengubah pajak dividen, tetapi nasib undang-undang ini belum jelas pada waktu pers.

¹⁶Secara historis, perusahaan mengambil pendekatan akal sehat terhadap pembelian kembali saham, mengurangnya ketika harga saham tinggi dan meningkatkannya ketika harga rendah. Setelah jatuhnya pasar saham pada 19 Oktober,

1987, misalnya, 400 perusahaan mengumumkan pembelian kembali baru pada tahun berikutnya

12 hari saja—sementara hanya 107 perusahaan yang mengumumkan program pembelian kembali di awal tahun, ketika harga saham jauh lebih tinggi. Lihat Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, dan Michael S. Weisbach, “Fleksibilitas Finansial dan Pilihan Antara Dividen dan Pembelian Kembali Saham,” *Journal of Financial Economics*, vol. 57, tidak. 3, September 2000, hal. 362.

¹⁷Opsi saham yang diberikan oleh perusahaan kepada eksekutif dan karyawannya memberi mereka hak (tetapi bukan kewajiban) untuk membeli saham di masa depan dengan harga diskon. Konversi opsi menjadi saham disebut “melaksanakan” opsi. Karyawan kemudian dapat menjual saham tersebut pada harga pasar saat ini dan mengantongi selisihnya sebagai keuntungan. Karena ratusan juta opsi dapat dieksekusi pada tahun tertentu, perusahaan harus meningkatkan pasokan saham yang beredar. Kemudian, bagaimanapun, total laba bersih perusahaan akan tersebar di lebih banyak saham, mengurangi laba per sahamnya. Oleh karena itu, perusahaan biasanya

merasa terdorong untuk membeli kembali saham lain untuk membatalkan saham yang diterbitkan kepada pemegang opsi. Pada tahun 1998, 63.

menaikkan jumlah saham yang beredar dan mengecilkan laba per saham. Untuk mengatasi dilusi itu, perusahaan harus berbalik arah dan membeli kembali jutaan saham di pasar terbuka. Pada tahun 2000, perusahaan menghabiskan 41,8% dari total pendapatan bersih mereka untuk membeli kembali saham mereka sendiri—naik dari 4,8% pada tahun 1980.¹⁸

Mari kita lihat Oracle Corp., raksasa perangkat lunak. Antara 1 Juni, 1999, dan 31 Mei 2000, Oracle menerbitkan 101 juta lembar saham biasa kepada eksekutif seniornya dan 26 juta lagi kepada karyawan dengan biaya \$484 juta. Sementara itu, untuk menjaga pelaksanaan opsi saham sebelumnya dari menipiskan laba per sahamnya, Oracle menghabiskan \$5,3 miliar—atau 52% dari total pendapatannya tahun itu—untuk membeli kembali 290,7 juta lembar saham. Oracle menerbitkan saham tersebut kepada orang dalam dengan harga rata-rata \$3,53 per saham dan membelinya kembali dengan harga rata-rata \$18,26. Jual rendah, beli tinggi: Apakah ini cara untuk "meningkatkan" nilai pemegang saham?¹⁹

Pada tahun 2002, saham Oracle telah jatuh ke kurang dari setengah puncaknya di 2000. Sekarang setelah sahamnya lebih murah, apakah Oracle segera membeli kembali lebih banyak saham? Antara 1 Juni 2001, dan 31 Mei 2002, Oracle memangkas pembelian kembali menjadi \$2,8 miliar, tampaknya karena para eksekutif dan karyawannya menggunakan lebih sedikit opsi pada tahun itu. Pola jual-rendah, beli-tinggi yang sama terlihat di lusinan perusahaan teknologi lainnya.

Apa yang terjadi di sini? Dua faktor mengejutkan sedang bekerja:

¹⁸Salah satu faktor utama yang mendorong perubahan ini adalah keputusan Komisi Sekuritas dan Bursa AS, pada tahun 1982, untuk melonggarkan pembatasan pembelian kembali saham sebelumnya. Lihat Gustavo Grullon dan Roni Michaely, "Dividen, Pembelian Kembali Saham, dan Hipotesis Substitusi," *The Journal of Finance*, vol. 57, tidak. 4, Agustus 2002, hlm. 1649–1684.

¹⁹Sepanjang tulisannya, Graham menegaskan bahwa manajemen perusahaan memiliki kewajiban tidak hanya untuk memastikan saham mereka tidak undervalued, tetapi juga untuk memastikan tidak pernah overvalued. Seperti yang dia tuliskan dalam *Security Analysis* (1934 ed., p.515), "tanggung jawab manajemen untuk bertindak demi kepentingan pemegang saham mereka mencakup kewajiban untuk mencegah—sejauh mereka mampu—pembentukan atau harga yang terlalu rendah

untuk sekuritas mereka.” Dengan demikian, meningkatkan nilai pemegang saham tidak hanya berarti memastikan bahwa harga saham tidak terlalu rendah; itu juga berarti memastikan bahwa harga saham tidak naik ke tingkat yang tidak dapat dibenarkan. Andai saja para eksekutif perusahaan Internet mengindahkan kebijaksanaan Graham di tahun 1999!

- Perusahaan mendapatkan keringanan pajak ketika eksekutif dan karyawan menggunakan opsi saham (yang dianggap IRS sebagai “biaya kompensasi” bagi perusahaan).²⁰ Dalam tahun fiskal dari tahun 2000 sampai 2002, misalnya, Oracle meraup keuntungan pajak \$1,69 miliar karena orang dalam menunggang opsi. Sprint Corp. mengantongi \$678 juta dalam manfaat pajak karena para eksekutif dan karyawannya mengunci \$1,9 miliar dalam keuntungan opsi pada tahun 1999 dan 2000.
- Seorang eksekutif senior yang dikompensasikan dengan opsi saham memiliki kepentingan dalam mendukung pembelian kembali saham daripada dividen. Mengapa? Untuk alasan teknis, opsi meningkat nilainya karena fluktuasi harga saham tumbuh lebih ekstrem. Tapi dividen meredakan volatilitas harga saham. Jadi, jika manajer meningkatkan dividen, mereka akan menurunkan nilai opsi saham mereka sendiri.²¹

Tidak heran para CEO lebih suka membeli kembali saham daripada membayar dividen—terlepas dari seberapa tinggi nilai sahamnya atau seberapa drastisnya hal itu dapat menyia-nyiakan sumber daya pemegang saham luar.

²⁰Hebatnya, meskipun opsi dianggap sebagai beban kompensasi atas pengembalian pajak perusahaan, opsi tersebut tidak dihitung sebagai beban pada laporan laba rugi dalam laporan keuangan kepada pemegang saham. Investor hanya bisa berharap bahwa reformasi akuntansi akan mengubah praktik menggelikan ini.

²¹Lihat George W. Fenn dan Nellie Liang, “Kebijakan Pembayaran Perusahaan dan Insentif Saham Manajerial,” *Jurnal Ekonomi Keuangan*, vol. 60, tidak. 1 April 2001, hlm. 45–72. Dividen membuat saham kurang stabil dengan menyediakan aliran pendapatan saat ini yang melindungi pemegang saham dari fluktuasi nilai pasar. Beberapa peneliti telah menemukan bahwa rata-rata profitabilitas perusahaan dengan program pembelian kembali saham (tetapi tidak ada dividen tunai) setidaknya dua kali lebih fluktuatif dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen. Pendapatan yang lebih bervariasi itu, secara

umum, akan menghasilkan harga saham yang lebih melambung, membuat opsi saham manajer lebih berharga—dengan menciptakan lebih banyak peluang ketika harga saham sementara tinggi. Saat ini, sekitar dua pertiga dari kompensasi eksekutif datang dalam bentuk opsi dan penghargaan nontunai lainnya; tiga puluh tahun yang lalu,

TETAP OPTI MEREKA TERBUKA N

Akhirnya, investor yang mengantuk telah memberikan kebebasan kepada perusahaan mereka untuk membayar lebih kepada eksekutif dengan cara yang tidak masuk akal. Pada tahun 1997, Steve Jobs, salah satu pendiri Apple Computer Inc., kembali ke perusahaan sebagai CEO "sementara". Sudah menjadi orang kaya, Jobs bersikeras mengambil gaji tunai \$ 1 per tahun. Pada akhir tahun 1999, sebagai ucapan terima kasih kepada Jobs karena menjabat sebagai CEO "untuk 2 1/2 tahun sebelumnya tanpa kompensasi," dewan memberinya jet Gulfstream miliknya sendiri, dengan biaya hanya \$90 juta bagi perusahaan. Bulan berikutnya Jobs setuju untuk melepaskan "sementara" dari jabatannya, dan dewan menghadihinya dengan opsi pada 20 juta saham. (Sampai saat itu, Jobs telah memegang total dua lembar saham Apple.)

Prinsip di balik pemberian opsi tersebut adalah untuk menyelaraskan kepentingan manajer dengan investor luar. Jika Anda adalah pemegang saham Apple di luar, Anda ingin manajernya diberi imbalan hanya jika saham Apple menghasilkan pengembalian yang unggul. Tidak ada hal lain yang mungkin adil bagi Anda dan pemilik perusahaan lainnya. Tetapi, seperti yang ditunjukkan oleh John Bogle, mantan ketua dana Vanguard, hampir semua manajer menjual saham yang mereka terima segera setelah menggunakan opsi mereka. Bagaimana mungkin membuang jutaan saham untuk keuntungan instan bisa menyelaraskan kepentingan mereka dengan kepentingan pemegang saham setia jangka panjang perusahaan?

Dalam kasus Jobs, jika saham Apple naik hanya 5% per tahun hingga awal 2010, ia akan dapat menguangkan opsinya sebesar \$548,3 juta. Dengan kata lain, bahkan jika saham Apple menghasilkan tidak lebih baik dari setengah pengembalian rata-rata jangka panjang dari keseluruhan pasar saham, Jobs akan mendapatkan rejeki nomplok setengah miliar dolar.²² Apakah itu menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham Apple—atau memfitnah kepercayaan yang telah diberikan pemegang saham Apple kepada dewan direksi?

Membaca pernyataan proksi dengan waspada, pemilik yang cerdas akan memberikan suara menentang rencana kompensasi eksekutif apa pun yang menggunakan hibah opsi untuk menyerahkan lebih dari 3% saham perusahaan yang beredar kepada para manajer. Dan Anda harus memveto rencana apa pun yang tidak membuat pemberian opsi bergantung pada ukuran hasil superior yang adil dan bertahan lama—

²²Pernyataan proxy Apple Computer Inc. untuk pertemuan tahunan April 2001, hal. 8 (tersedia di www.sec.gov). Pemberian opsi dan kepemilikan saham Jobs disesuaikan untuk pembagian saham dua-untuk-satu.

katakanlah, mengungguli rata-rata saham di industri yang sama untuk jangka waktu setidaknya lima tahun. Tidak ada CEO yang pantas membuat dirinya kaya jika dia memberikan hasil yang buruk untuk Anda.

SEBUAH TH O U G H T TERAKHIR

Mari kembali ke saran Graham bahwa setiap anggota dewan independen perusahaan harus melaporkan kepada pemegang saham secara tertulis apakah bisnis tersebut dikelola dengan benar atas nama pemilik sebenarnya. Bagaimana jika direktur independen juga harus membenarkan kebijakan perusahaan tentang dividen dan pembelian kembali saham? Bagaimana jika mereka harus menjelaskan dengan tepat bagaimana mereka menentukan bahwa manajemen senior perusahaan tidak dibayar lebih? Dan bagaimana jika setiap investor menjadi pemilik yang cerdas dan benar-benar membaca laporan itu?

BAB 20

"Margin Keamanan" sebagai Konsep Sentral Investasi

Saya n legenda lama orang-orang bijak akhirnya meringkas sejarah urusan fana menjadi satu kalimat, "Ini juga akan berlalu."* Dihadapkan dengan tantangan serupa untuk menyaring rahasia investasi yang sehat menjadi tiga kata, kami memberanikan diri motto, MARGIN KEAMANAN. Ini adalah utas yang mengalir melalui semua diskusi sebelumnya tentang kebijakan investasi—seringkali secara eksplisit, terkadang dengan cara yang kurang langsung. Mari kita coba sekarang, secara singkat, untuk melacak gagasan itu dalam argumen yang terhubung.

Semua investor berpengalaman mengakui bahwa konsep margin-of-safety sangat penting untuk pilihan obligasi yang sehat dan saham preferen. Misalnya, perkeretaapian seharusnya memperoleh total biaya tetapnya lebih baik daripada lima kali (sebelum pajak penghasilan), membutuhkan waktu bertahun-tahun, agar obligasinya memenuhi syarat sebagai masalah tingkat investasi. Kemampuan masa lalu untuk menghasilkan lebih dari persyaratan bunga merupakan margin keamanan yang diandalkan untuk melindungi investor dari kerugian atau kegagalan jika terjadi penurunan laba bersih di masa depan. (Margin di atas biaya dapat dinyatakan dengan cara lain—

* "Dikatakan seorang raja Timur pernah menugaskan orang-orang bijaknya untuk menciptakannya sebuah kalimat, untuk selalu diingat, dan yang harus benar dan tepat di semua waktu dan situasi. Mereka memberinya kata-kata: 'Dan ini juga akan berlalu.' Berapa banyak yang diungkapkannya! Betapa mendera di saat kesombongan!—betapa menghibur di kedalaman penderitaan! 'Dan ini juga akan berlalu.' Namun mari kita berharap itu tidak sepenuhnya benar."—Abraham Lincoln, Pidato

kepada Masyarakat Pertanian Negara Bagian Wisconsin, Milwaukee, 30 September 1859, di
Abraham Lincoln: Speeches and Writings, 1859–1865 (Library of America ,
1985), jilid. II, hal.
101.

misalnya, dalam persentase di mana pendapatan atau laba dapat menurun sebelum saldo setelah bunga hilang—tetapi gagasan yang mendasarinya tetap sama.)

Investor obligasi tidak mengharapkan pendapatan rata-rata masa depan bekerja sama seperti di masa lalu; jika dia yakin akan hal itu, margin yang diminta mungkin kecil. Dia juga tidak bergantung pada tingkat pengendalian apa pun pada penilaiannya, apakah pendapatan masa depan akan lebih baik atau lebih buruk secara material daripada di masa lalu, jika dia melakukan itu, dia harus mengukur marginnya dalam hal akun pendapatan yang diproyeksikan dengan hati-hati, alih-alih menekankan margin yang ditunjukkan dalam catatan sebelumnya. Di sini fungsi margin of safety pada intinya adalah memberikan perkiraan yang akurat tentang masa depan yang tidak perlu. Jika marginnya besar, maka cukup diasumsikan bahwa pendapatan di masa depan tidak akan jauh di bawah pendapatan di masa lalu agar investor merasa cukup terlindungi dari perubahan waktu.

Margin keamanan untuk obligasi dapat dihitung, sebagai alternatif, dengan membandingkan nilai total perusahaan dengan jumlah utang. (Perhitungan serupa dapat dilakukan untuk penerbitan saham preferen.) Jika bisnis berutang \$10 juta dan cukup bernilai \$30 juta, ada ruang untuk penyusutan dua pertiga nilainya—setidaknya secara teoritis—sebelum pemegang obligasi akan menderita kerugian. Jumlah nilai ekstra ini, atau "bantalan", di atas utang dapat diperkirakan dengan menggunakan harga pasar rata-rata dari penerbitan saham junior selama periode tahun. Karena harga saham rata-rata umumnya terkait dengan daya pendapatan rata-rata, margin "nilai perusahaan" di atas utang dan margin pendapatan di atas biaya dalam banyak kasus akan menghasilkan hasil yang serupa.

Begitu banyak konsep margin-of-safety yang diterapkan pada "investasi bernilai tetap." Bisakah itu dibawa ke bidang saham biasa? Ya, tetapi dengan beberapa modifikasi yang diperlukan.

Ada contoh di mana saham biasa dapat dianggap sehat karena menikmati margin keamanan sebesar obligasi yang baik. Ini akan terjadi, misalnya, ketika sebuah perusahaan hanya memiliki saham biasa yang beredar yang dalam kondisi depresi dijual dengan harga kurang dari jumlah obligasi yang dapat diterbitkan dengan aman terhadap properti dan kekuatan pendapatannya.* Itulah posisi seorang

* "Kekuatan penghasilan" adalah istilah Graham untuk potensi keuntungan perusahaan atau, seperti yang dia katakan, jumlah yang "mungkin diharapkan diperoleh perusahaan dari tahun ke tahun"

sejumlah perusahaan industri yang dibiayai dengan kuat pada tingkat harga rendah tahun 1932–33. Dalam kasus seperti itu investor dapat memperoleh margin keamanan yang terkait dengan obligasi, ditambah semua kemungkinan pendapatan yang lebih besar dan apresiasi pokok yang melekat pada saham biasa. (Satu-satunya kekurangan dia adalah kekuatan hukum untuk menuntut pembayaran dividen "atau yang lain"—tetapi ini adalah kelemahan kecil dibandingkan dengan keuntungannya.) Saham biasa yang dibeli dalam keadaan seperti itu akan memberikan kombinasi yang ideal, meskipun jarang, keamanan dan peluang keuntungan. Sebagai contoh yang cukup baru dari kondisi ini, mari kita sebutkan sekali lagi saham National Presto Industries, yang dijual dengan total nilai perusahaan sebesar \$43 juta pada tahun 1972. Dengan \$16 juta dari pendapatan baru-baru ini sebelum pajak, perusahaan dapat dengan mudah mendukung hal ini. jumlah obligasi.

Dalam saham biasa biasa, yang dibeli untuk investasi dalam kondisi normal, margin keamanannya terletak pada kekuatan pendapatan yang diharapkan jauh di atas tingkat bunga obligasi. Dalam edisi sebelumnya kami menjelaskan hal ini dengan gambar berikut:

Asumsikan dalam kasus umum bahwa daya penghasilan adalah 9% pada harga dan tingkat obligasi adalah 4%; maka pembeli saham akan memiliki margin tahunan rata-rata 5% yang menguntungkannya. Beberapa kelebihan dibayarkan kepadanya dalam tingkat dividen; meskipun dibelanjakan olehnya, itu masuk ke dalam hasil investasinya secara keseluruhan. Saldo yang tidak terdistribusi diinvestasikan kembali dalam bisnis untuk akunya. Dalam banyak kasus, pendapatan yang diinvestasikan kembali seperti itu gagal menambah kekuatan pendapatan dan nilai sahamnya secara sepadan. (Itulah sebabnya pasar memiliki kebiasaan keras kepala untuk menilai pendapatan yang dibagikan dalam bentuk dividen lebih murah daripada porsi yang ditahan dalam bisnis.)* Namun, jika gambarannya dilihat secara keseluruhan, ada hubungan yang cukup erat

jika kondisi bisnis yang berlaku selama periode tersebut tidak berubah" (Security Analysis, 1934 ed., p. 354). Beberapa kuliahnya menjelaskan bahwa Graham bermaksud istilah itu untuk mencakup periode lima tahun atau lebih. Anda dapat dengan kasar tapi nyaman memperkirakan kekuatan pendapatan per

saham perusahaan dengan mengambil kebalikan dari rasio harga/penghasilannya; saham dengan rasio P/E 11 dapat dikatakan memiliki earning power sebesar 9% (atau 1 dibagi 11). Hari ini "kekuatan penghasilan" sering disebut "hasil pendapatan."

* Masalah ini dibahas secara luas dalam komentar pada Bab 19.

antara pertumbuhan surplus perusahaan melalui pendapatan yang diinvestasikan kembali dan pertumbuhan nilai perusahaan.

Selama periode sepuluh tahun, kelebihan khas kekuatan pendapatan saham atas bunga obligasi dapat mengumpulkan 50% dari harga yang dibayarkan. Angka ini cukup untuk memberikan margin keamanan yang sangat nyata—yang, dalam kondisi yang menguntungkan, akan mencegah atau meminimalkan kerugian. Jika margin seperti itu ada di masing-masing daftar diversifikasi dua puluh atau lebih saham, kemungkinan hasil yang menguntungkan di bawah "kondisi yang cukup normal" menjadi sangat besar. Itulah sebabnya kebijakan berinvestasi di saham biasa yang representatif tidak memerlukan kualitas wawasan dan pandangan jauh ke depan untuk berhasil. Jika pembelian dilakukan pada tingkat rata-rata pasar selama rentang tahun, harga yang dibayarkan harus disertai dengan jaminan margin keamanan yang memadai. Bahaya bagi investor terletak pada pemusatan pembelian mereka di tingkat atas pasar,

Seperti yang kita lihat, seluruh masalah investasi saham biasa di bawah kondisi 1972 terletak pada kenyataan bahwa "dalam kasus yang khas" daya produktif sekarang jauh lebih kecil dari 9% pada harga yang dibayarkan.* Mari kita asumsikan bahwa dengan sedikit berkonsentrasi pada masalah pengganda rendah di antara perusahaan besar, investor defensif mungkin sekarang

* Graham dengan elegan meringkas diskusi berikut dalam kuliah yang dia berikan pada tahun 1972: "Margin of safety adalah perbedaan antara tingkat persentase pendapatan atas saham pada harga yang Anda bayar untuk itu dan tingkat bunga obligasi. , dan margin keamanan itu adalah perbedaan yang akan menyerap perkembangan yang tidak memuaskan. Pada saat *The Intelligent Investor* edisi 1965 ditulis, saham biasa dijual dengan pendapatan 11 kali lipat, memberikan pengembalian sekitar 9% dibandingkan dengan 4% pada obligasi. Dalam hal ini Anda memiliki margin keamanan lebih dari 100 persen. Sekarang [pada tahun 1972] tidak ada perbedaan antara tingkat pendapatan saham dan tingkat bunga saham, dan saya katakan tidak ada margin of safety. . . Anda memiliki margin keamanan negatif pada saham. . ." Lihat "Benjamin Graham: Pemikiran tentang Analisis Keamanan" [transkrip kuliah di sekolah bisnis Universitas Negeri Missouri Timur Laut, Maret 1972], *Sejarah Keuangan*, no. 42, Maret 1991, hal. 9.

memperoleh ekuitas dengan laba 12 kali lipat—yaitu, dengan pengembalian laba sebesar 8,33% dari biaya. Dia dapat memperoleh hasil dividen sekitar 4%, dan 4,33% dari biayanya akan diinvestasikan kembali dalam bisnis untuk akunnya. Atas dasar ini, kelebihan kekuatan pendapatan saham atas bunga obligasi selama sepuluh tahun masih akan terlalu kecil untuk menjadi margin keamanan yang memadai. Untuk alasan itu kami merasa bahwa ada risiko nyata sekarang bahkan dalam daftar diversifikasi saham biasa yang sehat. Risiko mungkin sepenuhnya diimbangi oleh kemungkinan keuntungan dari daftar; dan memang investor mungkin tidak punya pilihan selain menanggungnya—karena jika tidak, ia mungkin menghadapi risiko yang lebih besar lagi dengan hanya menahan tagihan tetap yang harus dibayar dalam dolar yang terus terdepresiasi. Namun demikian, investor sebaiknya mengakui, dan menerima secara filosofis mungkin, bahwa paket lama kemungkinan keuntungan yang baik dikombinasikan dengan risiko akhir yang kecil tidak lagi tersedia baginya.*

Namun, risiko membayar harga yang terlalu tinggi untuk saham berkualitas baik—sementara yang asli—bukanlah bahaya utama yang dihadapi rata-rata pembeli sekuritas. Pengamatan selama bertahun-tahun telah mengajarkan kita bahwa kerugian utama bagi investor berasal dari pembelian sekuritas berkualitas rendah pada saat kondisi bisnis yang menguntungkan. Para pembeli melihat pendapatan yang baik saat ini setara dengan "kekuatan pendapatan" dan menganggap bahwa kemakmuran identik dengan keamanan. Pada tahun-tahun itulah obligasi dan saham preferen dari kelas inferior dapat dijual ke publik dengan harga sekitar pari, karena mereka membawa pengembalian pendapatan yang sedikit lebih tinggi atau hak konversi yang menarik. Saat itulah, juga, saham biasa dari perusahaan yang tidak jelas dapat melayang dengan harga jauh di atas investasi nyata, dengan kekuatan pertumbuhan yang sangat baik selama dua atau tiga tahun.

Sekuritas ini tidak menawarkan margin keamanan yang memadai dalam arti istilah apa pun yang dapat diterima. Cakupan biaya bunga dan dividen yang dipilih harus diuji selama beberapa tahun, termasuk sebaiknya periode bisnis subnormal seperti pada tahun 1970-1971. Hal yang sama biasanya berlaku untuk pendapatan saham biasa jika mereka ingin

* Paragraf ini—yang ditulis Graham pada awal 1972—merupakan deskripsi yang sangat tepat tentang kondisi pasar di awal 2003. (Untuk lebih detail, lihat komentar di Bab 3.)

memenuhi syarat sebagai indikator daya produktif. Oleh karena itu, sebagian besar investasi cuaca cerah, yang diperoleh dengan harga cuaca cerah, ditakdirkan untuk mengalami penurunan harga yang mengganggu ketika cakrawala mendung—dan seringkali lebih cepat dari itu. Investor juga tidak dapat mengandalkan keyakinan pada pemulihan yang akhirnya terjadi—walaupun hal ini memang terjadi dalam beberapa kasus—karena dia tidak pernah memiliki margin keamanan yang nyata untuk membantunya melewati kesulitan.

Filosofi investasi dalam saham yang sedang tumbuh sejalan sebagian dan sebagian bertentangan dengan prinsip margin-of-safety. Pembeli saham pertumbuhan bergantung pada kekuatan pendapatan yang diharapkan yang lebih besar dari rata-rata yang ditunjukkan di masa lalu. Dengan demikian ia dapat dikatakan mengganti pendapatan yang diharapkan ini dengan rekor masa lalu dalam menghitung margin keamanannya. Dalam teori investasi tidak ada alasan mengapa estimasi pendapatan masa depan yang hati-hati harus menjadi panduan yang kurang dapat diandalkan daripada catatan masa lalu; pada kenyataannya, analisis keamanan datang lebih dan lebih untuk memilih evaluasi yang dilaksanakan secara kompeten di masa depan. Jadi pendekatan pertumbuhan-saham dapat memberikan margin keamanan yang dapat diandalkan seperti yang ditemukan dalam investasi biasa—asalkan perhitungan masa depan dibuat secara konservatif, dan asalkan itu menunjukkan margin yang memuaskan dalam kaitannya dengan harga yang dibayarkan.

Bahaya dalam program growth-stock justru terletak di sini. Untuk isu-isu yang disukai seperti itu, pasar memiliki kecenderungan untuk menetapkan harga yang tidak akan cukup dilindungi oleh proyeksi pendapatan masa depan yang konservatif. (Ini adalah aturan dasar dari investasi yang bijaksana bahwa semua perkiraan, ketika mereka berbeda dari kinerja masa lalu, harus salah setidaknya sedikit di sisi meremehkan.) Margin keamanan selalu tergantung pada harga yang harus dibayar. Ini akan menjadi besar pada satu harga, kecil pada beberapa harga yang lebih tinggi, tidak ada pada beberapa harga yang lebih tinggi lagi. Jika, seperti yang kami sarankan, tingkat pasar rata-rata dari sebagian besar saham pertumbuhan terlalu tinggi untuk memberikan margin keamanan yang memadai bagi pembeli, maka teknik sederhana pembelian terdiversifikasi di bidang ini mungkin tidak akan berhasil dengan memuaskan. Tingkat kejelian dan penilaian khusus akan dibutuhkan,

Ide margin-of-safety menjadi jauh lebih jelas ketika kita menerapkannya pada bidang sekuritas yang undervalued atau tawar-menawar. Kami memiliki di sini, menurut definisi, perbedaan yang menguntungkan antara harga pada

satu sisi dan nilai yang ditunjukkan atau dinilai di sisi lain. Perbedaan itu adalah margin keamanan. Ini tersedia untuk menyerap efek salah perhitungan atau lebih buruk dari rata-rata keberuntungan. Pembeli masalah tawar-menawar menempatkan penekanan khusus pada kemampuan investasi untuk menahan perkembangan yang merugikan. Karena dalam kebanyakan kasus seperti itu, dia tidak memiliki antusiasme yang nyata tentang prospek perusahaan. Benar, jika prospeknya pasti buruk, investor akan lebih memilih untuk menghindari sekuritas tidak peduli seberapa rendah harganya. Tetapi bidang isu-isu yang diremehkan diambil dari banyak kekhawatiran—mungkin sebagian besar dari keseluruhan—yang mana masa depan tampaknya tidak menjanjikan atau tidak menjanjikan. Jika ini dibeli dengan dasar tawar-menawar, bahkan penurunan moderat dalam daya produktif tidak perlu mencegah investasi untuk menunjukkan hasil yang memuaskan.

Teori Diversifikasi

Ada hubungan logis yang erat antara konsep margin keselamatan dan prinsip diversifikasi. Yang satu korelatif dengan yang lain. Bahkan dengan margin yang menguntungkan investor, keamanan individu dapat bekerja dengan buruk. Karena margin hanya menjamin bahwa ia memiliki peluang untung yang lebih baik daripada kerugian—bukan berarti kerugian itu tidak mungkin. Tetapi ketika jumlah komitmen tersebut meningkat, semakin pasti bahwa agregat keuntungan akan melebihi agregat kerugian. Itulah dasar sederhana dari bisnis penjaminan asuransi.

Diversifikasi adalah prinsip mapan dari investasi konservatif. Dengan menerimanya secara universal, investor benar-benar menunjukkan penerimaan mereka terhadap prinsip margin-of-safety, di mana diversifikasi adalah pendampingnya. Poin ini dapat dibuat lebih berwarna dengan mengacu pada aritmatika roulette. Jika seorang pria bertaruh \$ 1 pada satu nomor, dia dibayar \$ 35 untung saat dia menang — tetapi kemungkinannya adalah 37 banding 1 bahwa dia akan kalah. Dia memiliki "margin keamanan negatif." Dalam kasusnya diversifikasi itu bodoh. Semakin banyak angka yang dia pertaruhkan, semakin kecil peluangnya untuk mendapatkan keuntungan. Jika dia secara teratur bertaruh \$1 pada setiap nomor (termasuk 0 dan 00), dia pasti akan kehilangan \$2 pada setiap putaran roda. Tapi misalkan pemenang menerima

\$39 untung bukannya \$35. Kemudian dia akan memiliki margin keamanan yang kecil tapi penting. Oleh karena itu, semakin banyak angka yang dia pertaruhkan,

semakin baik kesempatannya untuk mendapatkan. Dan dia bisa yakin memenangkan \$2 pada setiap putaran hanya dengan bertaruh \$1 masing-masing pada semua nomor. (Kebetulan, dua contoh yang diberikan sebenarnya menggambarkan posisi masing-masing pemain dan pemilik roda dengan 0 dan 00.)*

Kriteria Investasi versus Spekulasi

Karena tidak ada definisi tunggal tentang investasi dalam penerimaan umum, pihak berwenang memiliki hak untuk mendefinisikannya sesuka mereka. Banyak dari mereka menyangkal bahwa ada perbedaan yang berguna atau dapat diandalkan antara konsep investasi dan spekulasi. Kami pikir skeptisisme ini tidak perlu dan berbahaya. Ini merugikan karena memberikan dorongan kepada kecenderungan bawaan banyak orang terhadap kegembiraan dan bahaya spekulasi pasar saham. Kami menyarankan bahwa konsep margin-of-safety dapat digunakan untuk keuntungan sebagai batu ujian untuk membedakan operasi investasi dari yang spekulatif.

Mungkin sebagian besar spekulan percaya bahwa mereka memiliki peluang yang menguntungkan mereka ketika mereka mengambil peluang, dan oleh karena itu mereka dapat mengklaim margin keamanan dalam proses mereka. Masing-masing memiliki perasaan bahwa waktunya tepat untuk pembelannya, atau bahwa keahliannya lebih unggul dari orang banyak, atau bahwa penasihat atau sistemnya dapat dipercaya. Tapi klaim seperti itu tidak meyakinkan. Mereka bersandar pada penilaian subjektif, tidak didukung oleh bukti yang menguntungkan atau apapun

* Dalam roulette "Amerika", sebagian besar roda menyertakan 0 dan 00 bersama dengan angka

1 sampai 36, dengan total 38 slot. Kasino menawarkan pembayaran maksimum 35 banding 1. Bagaimana jika Anda bertaruh \$1 pada setiap nomor? Karena hanya satu slot yang bisa menjadi tempat bola jatuh, Anda akan memenangkan \$35 pada slot itu, tetapi kehilangan \$1 pada masing-masing dari 37 slot lainnya, dengan kerugian bersih \$2. Selisih \$2 (atau spread 5,26% dari total taruhan \$38 Anda) adalah "keuntungan rumah" kasino, memastikan bahwa, rata-rata, pemain roulette akan selalu kalah lebih banyak daripada yang mereka menangkan. Sama seperti kepentingan pemain rolet untuk bertaruh sejarang mungkin, kepentingan kasino untuk menjaga roda rolet tetap berputar. Demikian juga, investor yang cerdas harus berusaha memaksimalkan jumlah kepemilikan yang menawarkan

"kesempatan yang lebih baik untuk mendapatkan keuntungan daripada kerugian." Bagi sebagian besar investor, diversifikasi adalah cara termudah dan termurah untuk memperluas margin keamanan Anda.

garis penalaran yang konklusif. Kami sangat meragukan apakah orang yang mempertaruhkan uang dengan pandangannya bahwa pasar sedang menuju ke atas atau ke bawah dapat dikatakan dilindungi oleh margin of safety dalam arti ungkapan yang berguna.

Sebaliknya, konsep investor tentang margin keamanan—seperti yang dikembangkan sebelumnya dalam bab ini—bersandar pada penalaran aritmatika yang sederhana dan pasti dari data statistik. Kami juga percaya bahwa hal itu didukung dengan baik oleh pengalaman investasi praktis. Tidak ada jaminan bahwa pendekatan kuantitatif fundamental ini akan terus menunjukkan hasil yang menguntungkan di bawah kondisi masa depan yang tidak diketahui. Tapi, sama, tidak ada alasan yang sah untuk pesimis pada skor ini.

Jadi, singkatnya, kami mengatakan bahwa untuk memiliki investasi yang benar harus ada margin keamanan yang benar. Dan batas keamanan yang sebenarnya adalah yang dapat ditunjukkan oleh angka-angka, dengan penalaran persuasif, dan dengan mengacu pada sekumpulan pengalaman nyata.

Perluasan Konsep Investasi

Untuk melengkapi diskusi kita tentang prinsip margin-of-safety, sekarang kita harus membuat perbedaan lebih lanjut antara investasi konvensional dan tidak konvensional. Investasi konvensional sesuai untuk portofolio tipikal. Di bawah judul ini selalu muncul masalah pemerintah Amerika Serikat dan saham biasa yang membayar dividen bermutu tinggi. Kami telah menambahkan obligasi negara bagian dan kota untuk mereka yang akan mendapatkan keuntungan yang cukup dengan fitur bebas pajak mereka. Juga termasuk obligasi korporasi kualitas pertama ketika, seperti sekarang, mereka dapat dibeli untuk menghasilkan lebih dari obligasi tabungan Amerika Serikat.

Investasi tidak konvensional adalah investasi yang hanya cocok untuk investor yang giat. Mereka mencakup jangkauan yang luas. Kategori terluas adalah saham biasa undervalued dari perusahaan sekunder, yang kami rekomendasikan untuk dibeli ketika mereka dapat dibeli dengan harga dua pertiga atau kurang dari nilai yang ditunjukkan. Selain itu, seringkali ada banyak pilihan obligasi korporasi kelas menengah dan saham preferen ketika mereka menjual dengan harga yang tertekan sedemikian rupa sehingga dapat diperoleh juga dengan diskon yang cukup besar dari nilai yang terlihat. Dalam kasus ini, rata-rata investor akan cenderung menyebut

sekuritas itu spekulatif, karena menurutnya kurangnya peringkat kualitas pertama identik dengan kurangnya manfaat investasi.

Ini adalah argumen kami bahwa harga yang cukup rendah dapat mengubah keamanan dengan kualitas biasa-biasa saja menjadi peluang investasi yang baik — asalkan pembeli diberi informasi dan berpengalaman dan bahwa dia mempraktikkan diversifikasi yang memadai. Sebab, jika harganya cukup rendah untuk menciptakan margin keamanan yang substansial, maka sekuritas tersebut memenuhi kriteria investasi kami. Ilustrasi pendukung favorit kami diambil dari bidang obligasi real estat. Pada tahun 1920-an, isu-isu ini senilai miliaran dolar dijual secara setara dan direkomendasikan secara luas sebagai investasi yang sehat. Sebagian besar memiliki margin nilai yang sangat kecil atas utang sehingga pada kenyataannya sangat spekulatif dalam karakter. Dalam depresi tahun 1930-an, sejumlah besar obligasi ini gagal membayar bunganya, dan harganya jatuh — dalam beberapa kasus di bawah 10 sen dolar. Pada tahap itu, penasihat yang sama yang merekomendasikannya sebagai investasi yang aman, menolaknya sebagai kertas dengan jenis yang paling spekulatif dan tidak menarik. Namun faktanya, depresiasi harga sekitar 90% membuat banyak sekuritas ini sangat menarik dan cukup aman — karena nilai sebenarnya di baliknya adalah empat atau lima kali harga pasar.*

Fakta bahwa pembelian obligasi ini benar-benar menghasilkan apa yang umumnya disebut "keuntungan spekulatif yang besar" tidak menghalangi mereka untuk memiliki kualitas investasi yang sebenarnya dengan harga yang rendah. Keuntungan "spekulatif" adalah imbalan pembeli karena telah melakukan investasi yang luar biasa cerdas. Mereka dapat dengan tepat disebut peluang investasi, karena analisis yang cermat akan menunjukkan bahwa kelebihan nilai di atas harga memberikan margin keamanan yang besar. Jadi kelas "investasi cuaca cerah" yang kami nyatakan di atas adalah sumber utama kerugian serius bagi pembeli keamanan yang naif kemungkinan besar akan memberikan banyak peluang keuntungan yang baik bagi operator canggih yang mungkin membelinya nanti dengan harga yang cukup mahal. kan

* Graham mengatakan bahwa tidak ada yang namanya saham baik atau buruk; hanya ada saham murah dan saham mahal. Bahkan perusahaan terbaik menjadi "jual" ketika harga sahamnya terlalu tinggi, sedangkan perusahaan terburuk layak dibeli jika sahamnya cukup rendah.

Orang-orang yang menganggap saham teknologi dan telekomunikasi sebagai "hal yang pasti" pada akhir 1999 dan awal 2000, ketika harganya sangat mahal,

menghindarinya sebagai "terlalu berisiko" pada tahun 2002—bahkan (lanjutan ke hlm. 522)

Seluruh bidang "situasi khusus" akan berada di bawah definisi operasi investasi kami, karena pembelian selalu didasarkan pada analisis menyeluruh yang menjanjikan realisasi yang lebih besar daripada harga yang dibayarkan. Sekali lagi ada faktor risiko dalam setiap kasus individu, tetapi ini diperbolehkan dalam perhitungan dan diserap dalam hasil keseluruhan dari operasi yang terdiversifikasi.

Untuk membawa diskusi ini ke ekstrem logis, kami mungkin menyarankan bahwa operasi investasi yang dapat dipertahankan dapat dibentuk dengan membeli nilai tidak berwujud seperti yang diwakili oleh sekelompok "waran opsi saham biasa" yang dijual dengan harga rendah secara historis. (Contoh ini dimaksudkan sebagai sesuatu yang mengejutkan.)* Seluruh nilai waran ini bergantung pada kemungkinan bahwa saham terkait suatu hari nanti dapat naik di atas harga opsi. Saat ini mereka tidak memiliki nilai yang dapat dieksekusi. Namun, karena semua investasi bertumpu pada ekspektasi masa depan yang wajar, adalah tepat untuk melihat waran ini dalam hal peluang matematis bahwa beberapa pasar bull di masa depan akan menciptakan peningkatan besar dalam nilai dan harganya yang ditunjukkan. Studi semacam itu mungkin menghasilkan kesimpulan bahwa ada lebih banyak yang bisa diperoleh dalam operasi semacam itu daripada yang hilang dan bahwa peluang keuntungan akhir jauh lebih baik daripada kerugian akhir. Jika demikian, ada margin keamanan yang hadir

(lanjutan dari hal. 521) meskipun, dalam kata-kata persis Graham dari periode sebelumnya, "depresiasi harga sekitar 90% membuat banyak sekuritas ini sangat menarik dan cukup aman." Demikian pula, analis Wall Street selalu cenderung menyebut saham sebagai "pembelian kuat" ketika harganya tinggi, dan melabelinya sebagai "jual" setelah harganya jatuh—kebalikan dari apa yang Graham (dan akal sehat sederhana).) akan mendikte. Seperti yang dilakukannya di sepanjang buku ini, Graham membedakan spekulasi—atau membeli dengan harapan harga saham akan terus naik—dari berinvestasi, atau membeli berdasarkan nilai bisnis yang mendasarinya.

* Graham menggunakan "waran opsi saham biasa" sebagai sinonim untuk "waran", sekuritas yang diterbitkan langsung oleh perusahaan yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham perusahaan pada harga yang telah ditentukan. Waran hampir seluruhnya digantikan oleh opsi saham. Graham menyindir bahwa ia bermaksud contoh sebagai "pengejut" karena, bahkan di zamannya, waran dianggap sebagai salah satu pasar yang paling terpercil. (Lihat komentar di Bab 16.)

dalam formulir keamanan tanpa kepemilikan ini. Seorang investor yang cukup giat kemudian dapat memasukkan operasi opsi-waran dalam berbagai investasinya yang tidak konvensional.¹

Untuk menyimpulkan

Investasi paling cerdas ketika paling bersifat bisnis. Sungguh menakjubkan melihat betapa banyak pengusaha yang cakap mencoba beroperasi di Wall Street dengan mengabaikan sepenuhnya semua prinsip yang sehat yang melaluinya mereka memperoleh kesuksesan dalam usaha mereka sendiri. Namun, setiap keamanan korporat mungkin paling baik dilihat, dalam contoh pertama, sebagai kepentingan kepemilikan, atau klaim terhadap, perusahaan bisnis tertentu. Dan jika seseorang ingin mendapatkan keuntungan dari pembelian dan penjualan sekuritas, dia memulai usaha bisnisnya sendiri, yang harus dijalankan sesuai dengan prinsip bisnis yang diterima jika ingin memiliki peluang sukses.

Yang pertama dan paling jelas dari prinsip-prinsip ini adalah, "Ketahui apa yang Anda lakukan—kenali bisnis Anda." Bagi investor ini berarti: Jangan mencoba membuat "keuntungan bisnis" dari sekuritas—yaitu, pengembalian yang melebihi pendapatan bunga dan dividen normal—kecuali jika Anda tahu banyak tentang nilai sekuritas seperti yang perlu Anda ketahui tentang nilai sekuritas. barang dagangan yang Anda usulkan untuk diproduksi atau ditangani.

Prinsip bisnis kedua: "Jangan biarkan orang lain menjalankan bisnis Anda, kecuali (1) Anda dapat mengawasi kinerjanya dengan kehati-hatian dan pemahaman yang memadai atau (2) Anda memiliki alasan kuat yang luar biasa untuk menempatkan kepercayaan implisit dalam integritas dan pemahamannya. kemampuan." Untuk investor aturan ini harus menentukan kondisi di mana ia akan mengizinkan orang lain untuk memutuskan apa yang dilakukan dengan uangnya.

Prinsip bisnis ketiga: "Jangan melakukan operasi—yaitu, memproduksi atau memperdagangkan suatu barang—kecuali jika perhitungan yang andal menunjukkan bahwa ia memiliki peluang yang adil untuk menghasilkan keuntungan yang wajar. Secara khusus, jauhi usaha di mana Anda memiliki sedikit keuntungan dan

banyak kerugian." Bagi investor yang giat, ini berarti bahwa operasinya untuk mendapatkan keuntungan seharusnya tidak didasarkan pada optimisme tetapi pada aritmatika. Bagi setiap investor, ini berarti bahwa ketika dia membatasi pengembaliannya ke angka kecil—seperti sebelumnya, setidaknya, dalam obligasi konvensional atau saham preferen—dia harus menuntut bukti yang meyakinkan bahwa dia tidak mempertaruhkan sebagian besar pokoknya.

Aturan bisnis keempat lebih positif: "Berani pengetahuan dan pengalaman Anda. Jika Anda telah membuat kesimpulan dari fakta dan jika Anda tahu penilaian Anda masuk akal, bertindaklah—meskipun orang lain mungkin ragu atau berbeda." (Anda tidak benar atau salah karena orang banyak tidak setuju dengan Anda. Anda benar karena data dan alasan Anda benar.) Demikian pula, di dunia sekuritas, keberanian menjadi kebajikan tertinggi setelah pengetahuan yang memadai dan penilaian yang teruji tersedia.

Untungnya bagi investor tipikal, keberhasilannya tidak berarti bahwa ia membawa kualitas-kualitas ini ke dalam programnya—asalkan ia membatasi ambisinya pada kapasitasnya dan membatasi aktivitasnya dalam jalur standar yang aman dan sempit, - investasi besar. Untuk mencapai hasil investasi yang memuaskan lebih mudah daripada yang disadari kebanyakan orang; untuk mencapai hasil yang superior lebih sulit daripada yang terlihat.

KOMENTAR CHAPTER 20

Jika kita gagal mengantisipasi hal yang tak terduga atau mengharapkan yang tak terduga di alam semesta dengan kemungkinan tak terbatas, kita mungkin menemukan diri kita pada belas kasihan siapa pun atau apa pun yang tidak dapat diprogram, dikategorikan, atau dirujuk dengan mudah.

—*Agen Fox Mulder, File x*

FIRST, JANGAN LOSE

Apa itu risiko?

Anda akan mendapatkan jawaban yang berbeda tergantung pada siapa, dan kapan, Anda bertanya. Pada tahun 1999, risiko tidak berarti kehilangan uang; itu berarti menghasilkan lebih sedikit uang daripada orang lain. Apa yang diikuti banyak orang adalah menabrak seseorang di pesta barbekyu yang semakin kaya bahkan lebih cepat dari hari ke hari memperdagangkan saham dot-com daripada mereka. Kemudian, tiba-tiba, pada tahun 2003, risiko berarti bahwa pasarsaham mungkin runtuh sampai menghapus jejak kekayaan apa pun yang masih Anda miliki.

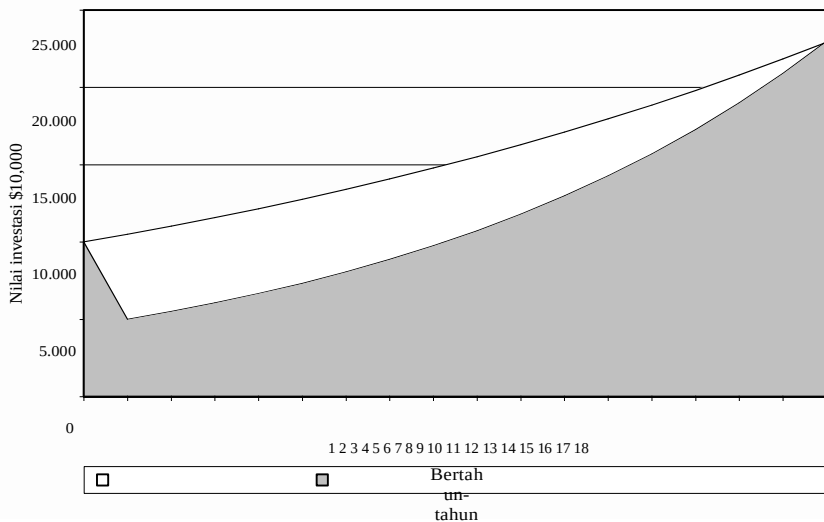
Sementara maknanya mungkin tampak hampir berubah-ubah dan berfluktuasi seperti pasar keuangan itu sendiri, risiko memiliki beberapa atribut yang mendalam dan permanen. Orang-orang yang mengambil taruhan terbesar dan membuat keuntungan terbesar di pasar bull hampir selalu adalah orang-orang yang paling dirugikan di pasar beruang yang pasti mengikuti. (Menjadi “benar” membuat spekulasi semakin bersemangat untuk mengambil risiko ekstra, karena kepercayaan diri mereka terbakar.) Dan begitu Anda kehilangan banyak uang, Anda kemudian harus bertaruh lebih keras lagi hanya untuk kembali ke tempat Anda semula, seperti perlombaan - pelacak atau penjudi kasino yang mati-matian menggandakan diri setelah setiap taruhan buruk. Kecuali jika Anda sangat beruntung, itu adalah resep untuk bencana. Tak heran, ketika ia diminta untuk merangkum semua yang telah ia pelajari dalam karir panjangnya tentang bagaimana menjadi kaya, pemodal legendaris JK

Klingenstein dari Wertheim & Co. menjawab dengan sederhana: “Jangan kalah.”¹ Grafik ini menunjukkan apa yang dia maksud:

GAMBAR 20-

1

Biaya Kerugian



5% pengembalian setiap tahun 50% kerugian di tahun pertama, keuntungan 10% setiap tahun sesudahnya

Bayangkan Anda menemukan saham yang menurut Anda dapat tumbuh 10% per tahun meskipun pasar hanya tumbuh 5% per tahun. Sayangnya, Anda begitu antusias sehingga Anda membayar harga yang terlalu tinggi, dan saham tersebut kehilangan 50% nilainya pada tahun pertama. Bahkan jika saham tersebut menghasilkan keuntungan pasar dua kali lipat, itu akan membawa Anda lebih dari 16 tahun untuk mengambil alih pasar—hanya karena Anda membayar terlalu banyak, dan kehilangan terlalu banyak, di awal.

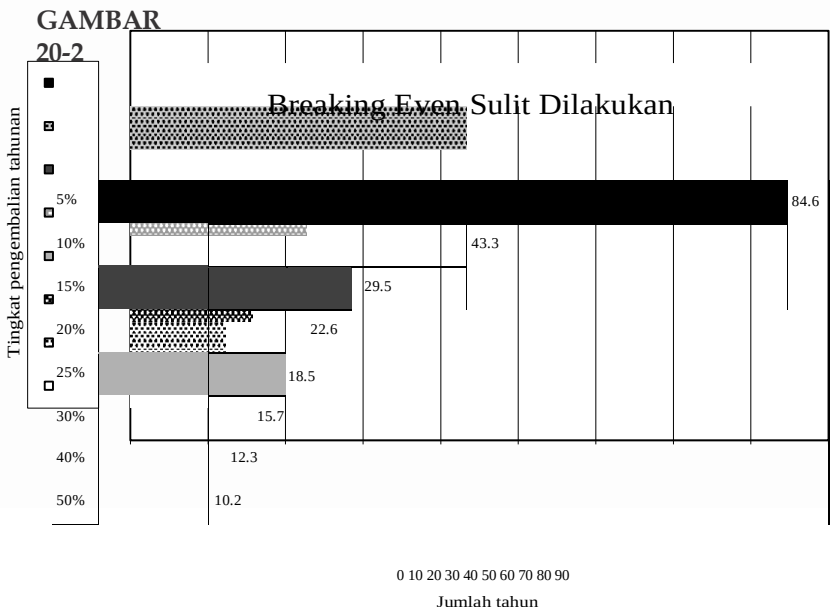
Kehilangan sejumlah uang adalah bagian tak terelakkan dari investasi, dan tidak ada yang dapat Anda lakukan untuk mencegahnya. Namun, untuk menjadi investor yang cerdas, Anda harus bertanggung jawab untuk memastikan bahwa Anda tidak pernah kehilangan sebagian besar atau seluruh uang Anda. Dewi kekayaan Hindu, Lakshmi, sering digambarkan berdiri berjinjit, siap melesat pergi dalam sekejap mata. Untuk menjaga sym-

¹Seperti yang diceritakan oleh konsultan investasi Charles Ellis di Jason Zweig, “Wall

Street's Wisest Man,” Money, Juni, 2001, hlm. 49–52.

Secara bolis di tempat, beberapa pemuja Lakshmi akan memukul patungnya dengan potongan kain atau memaku kakinya ke lantai. Untuk investor cerdas, "margin of safety" Graham melakukan fungsi yang sama: Dengan menolak membayar terlalu banyak untuk sebuah investasi, Anda meminimalkan kemungkinan kekayaan Anda akan hilang atau tiba-tiba hancur.

Pertimbangkan ini: Selama empat kuartal yang berakhir pada Desember 1999, JDS Uniphase Corp., perusahaan serat optik, menghasilkan \$673 juta dalam penjualan bersih, yang menyebabkan kerugian sebesar \$313 juta. Aset berwujudnya mencapai \$ 1,5 miliar. Namun, pada 7 Maret 2000, saham JDS Uniphase memukul \$153 per saham, memberi perusahaan nilai pasar total kira-kira \$143 miliar.²Dan kemudian, seperti kebanyakan saham "Era Baru", itu jatuh. Siapa pun yang membelinya hari itu dan masih mempertahankannya pada akhir tahun 2002 menghadapi prospek berikut:



Jika Anda telah membeli JDS Uniphase dengan harga puncaknya \$153.421 pada tanggal 7 Maret, 2000, dan masih mempertahankannya pada akhir tahun 2002 (ketika ditutup pada \$2.47), berapa lama waktu yang Anda perlukan untuk

kembali ke harga pembelian Anda pada berbagai tingkat pengembalian rata-rata tahunan?

²Harga saham JDS Uniphase telah disesuaikan untuk pemecahan selanjutnya.

Bahkan dengan tingkat pengembalian tahunan 10% yang kuat, dibutuhkan lebih dari 43 tahun untuk mencapai titik impas pada pembelian yang terlalu mahal ini!

THERISKISNOTINOURSTOCKS, TETAPI DI SENDIRI KAMI

Risiko ada di dimensi lain: di dalam diri Anda. Jika Anda melebih-lebihkan seberapa baik Anda benar-benar memahami investasi, atau melebih-lebihkan kemampuan Anda untuk mengatasi penurunan harga sementara, tidak masalah apa yang Anda miliki atau bagaimana pasar melakukannya. Pada akhirnya, risiko finansial tidak terletak pada jenis investasi apa yang Anda miliki, tetapi pada jenis investor apa Anda. Jika Anda ingin tahu apa sebenarnya risiko itu, pergilah ke kamar mandi terdekat dan naik ke cermin. Itu risiko, menatap Anda dari kaca.

Saat Anda melihat diri Anda di cermin, apa yang harus Anda perhatikan? Psikolog pemenang hadiah Nobel Daniel Kahneman menjelaskan dua faktor yang mencirikan keputusan yang baik:

- “kepercayaan diri yang terkalibrasi dengan baik” (apakah saya memahami investasi ini sebaik yang saya kira?)
- “penyesalan yang diantisipasi dengan benar” (bagaimana reaksi saya jika analisis saya ternyata salah?).

Untuk mengetahui apakah kepercayaan diri Anda terkalibrasi dengan baik, lihat ke cermin dan tanyakan pada diri sendiri: “Seberapa besar kemungkinan analisis saya benar?” Pikirkan baik-baik melalui pertanyaan-pertanyaan ini:

- Berapa banyak pengalaman yang saya miliki? Bagaimana rekam jejak saya dengan keputusan serupa di masa lalu?
- Apa rekam jejak khas orang lain yang pernah mencoba ini di masa lalu?³
- Jika saya membeli, orang lain menjual. Seberapa besar kemungkinan saya mengetahui sesuatu yang tidak diketahui orang (atau perusahaan) ini?
- Jika saya menjual, orang lain membeli. Seberapa besar kemungkinan saya mengetahui sesuatu yang tidak diketahui orang (atau perusahaan) ini?

³Tidak seorang pun yang dengan tekun meneliti jawaban atas pertanyaan ini, dan dengan jujur menerima hasilnya, akan pernah melakukan perdagangan harian atau membeli IPO.

- Sudahkah saya menghitung berapa banyak investasi ini perlu naik agar saya mencapai titik impas setelah pajak dan biaya perdagangan saya?

Selanjutnya, bercerminlah untuk mengetahui apakah Anda adalah tipe orang yang mengantisipasi penyesalan Anda dengan tepat. Mulailah dengan bertanya: "Apakah saya sepenuhnya memahami konsekuensinya jika analisis saya ternyata salah?" Jawab pertanyaan itu dengan mempertimbangkan poin-poin berikut:

- Jika saya benar, saya bisa menghasilkan banyak uang. Tapi bagaimana jika saya salah?

Berdasarkan kinerja historis dari investasi serupa, berapa banyak saya bisa kehilangan?

- Apakah saya memiliki investasi lain yang akan menguatkan saya jika keputusan ini ternyata salah? Apakah saya sudah memegang saham, obligasi, atau dana dengan catatan terbukti naik ketika jenis investasi yang saya pertimbangkan turun? Apakah saya terlalu banyak mempertaruhkan modal saya dengan investasi baru ini?
- Ketika saya berkata pada diri sendiri, "Anda memiliki toleransi yang tinggi terhadap risiko," bagaimana saya tahu? Pernahkah saya kehilangan banyak uang untuk sebuah investasi? Bagaimana rasanya? Apakah saya membeli lebih banyak, atau apakah saya bail out?
- Apakah saya mengandalkan tekad saya sendiri untuk mencegah saya panik pada waktu yang salah? Atau apakah saya telah mengendalikan perilaku saya sendiri sebelumnya dengan melakukan diversifikasi, menandatangani kontrak investasi, dan melakukan rata-rata biaya dolar?

Anda harus ingat, dalam kata psikolog Paul Slovic, bahwa "risiko muncul dari sesuatu yang sama dari dua bahan—probabilitas dan konsekuensi." Sebelum Anda berinvestasi, Anda harus memastikan bahwa Anda telah menilai secara realistis kemungkinan Anda untuk menjadi benar dan bagaimana Anda akan bereaksi terhadap konsekuensi dari kesalahan.

PERTANYAAN PASCAL'S

Filsuf investasi Peter Bernstein memiliki cara lain untuk menyimpulkan hal ini. Dia mencapai kembali ke Blaise Pascal, ahli matematika dan teolog Prancis yang hebat (1623-1662), yang menciptakan pemikiran

“Paul Slovic, “Menginformasikan dan Mendidik Masyarakat tentang Risiko,”
Analisis Risiko, vol. 6, tidak. 4 (1986), hal. 412.

eksperimen di mana seorang agnostik harus bertaruh apakah Tuhan itu ada atau tidak. Taruhan yang harus dipertaruhkan oleh orang ini adalah perilakunya dalam kehidupan ini; hasil akhir dalam berjudi adalah nasib jiwanya di akhirat. Dalam taruhan ini, Pascal menegaskan, "akal tidak dapat memutuskan" kemungkinan keberadaan Tuhan. Entah Tuhan ada atau tidak—dan hanya iman, bukan akal, yang dapat menjawab pertanyaan itu. Tapi sementara probabilitas dalam taruhan Pascal adalah undian, konsekuensinya sangat jelas dan benar-benar pasti. Seperti yang dijelaskan Bernstein:

Misalkan Anda bertindak seolah-olah Tuhan itu ada dan [Anda] menjalani kehidupan yang baik dan pantang, padahal sebenarnya tidak ada Tuhan. Anda akan melewatkan beberapa hal baik dalam hidup, tetapi akan ada imbalannya juga. Sekarang anggaplah Anda bertindak seolah-olah Tuhan tidak ada dan menghabiskan hidup dengan dosa, keegoisan, dan nafsu padahal sebenarnya Tuhan ada. Anda mungkin pernah bersenang-senang dan menggetarkan hati selama masa hidup Anda yang relatif singkat, tetapi ketika hari penghakiman bergulir, Anda berada dalam masalah besar.⁵

Bernstein menyimpulkan: "Dalam membuat keputusan di bawah kondisi ketidakpastian, konsekuensi harus mendominasi probabilitas. Kita tidak pernah tahu masa depan." Jadi, seperti yang telah diingatkan Graham kepada Anda di setiap bab buku ini, investor yang cerdas harus fokus tidak hanya pada mendapatkan analisis yang benar. Anda juga harus memastikan bahwa Anda tidak akan rugi jika analisis Anda ternyata salah—karena analisis terbaik pun akan terjadi setidaknya untuk beberapa waktu. Kemungkinan membuat setidaknya satu kesalahan di beberapa titik dalam masa investasi Anda hampir 100%, dan peluang itu sepenuhnya di luar kendali Anda. Namun, Anda memiliki kendali atas konsekuensi dari kesalahan. Banyak "investor" pada dasarnya menempatkan semua uang mereka ke dalam saham dot-com pada tahun 1999; survei online 1.338

Orang Amerika oleh Majalah Uang pada tahun 1999 menemukan bahwa hampir sepersepuluh dari mereka memiliki setidaknya 85% dari uang mereka di saham Internet. Dengan mengabaikan seruan Graham untuk margin of safety, orang-orang ini mengambil sisi yang salah dari taruhan Pascal. Yakin bahwa mereka tahu kemungkinan menjadi

⁵“The Wager,” dalam Blaise Pascal, *Pensées* (Penguin Books, London and New York, 1995), hlm. 122–125; Peter L. Bernstein, *Against the Gods* (John Wiley & Sons, New York, 1996), hlm. 68–70; Peter L. Bernstein, “Teori Keputusan dalam Pentameter Iambik,” *Ekonomi & Strategi Portofolio*, 1 Januari, 2003, hal. 2.

benar, mereka tidak melakukan apa pun untuk melindungi diri dari konsekuensi kesalahan.

Cukup dengan menjaga agar kepemilikan Anda tetap terdiversifikasi secara permanen, dan menolak memberikan uang pada mode terbaru dan paling gila dari Mr. Market, Anda dapat memastikan bahwa konsekuensi dari kesalahan Anda tidak akan pernah menjadi bencana besar. Tidak peduli apa yang Mr. Market lemparkan kepada Anda, Anda akan selalu dapat mengatakan, dengan keyakinan yang tenang, “Ini juga akan berlalu.”

Nota bene

W Saya tahu betul dua mitra yang menghabiskan sebagian besar hidup mereka menangani dana mereka sendiri dan orang lain di Wall Street. Beberapa pengalaman sulit mengajari mereka bahwa lebih baik aman dan berhati-hati daripada mencoba menghasilkan semua uang di dunia. Mereka menetapkan pendekatan yang agak unik untuk operasi keamanan, yang menggabungkan kemungkinan keuntungan yang baik dengan nilai-nilai suara. Mereka menghindari apa pun yang tampak terlalu mahal dan agak terlalu cepat untuk membuang masalah yang telah naik ke tingkat yang mereka anggap tidak lagi menarik. Portofolio mereka selalu terdiversifikasi dengan baik, dengan lebih dari seratus isu berbeda terwakili. Dengan cara ini mereka melakukannya dengan cukup baik selama bertahun-tahun mengalami pasang surut di pasar umum; mereka rata-rata sekitar 20% per tahun dari beberapa juta modal yang mereka terima untuk manajemen,

Pada tahun di mana edisi pertama buku ini muncul, sebuah kesempatan ditawarkan kepada dana mitra untuk membeli setengah bunga di perusahaan yang sedang berkembang. Untuk beberapa alasan industri tidak memiliki daya tarik Wall Street pada saat itu dan kesepakatan telah ditolak oleh beberapa rumah penting. Tapi pasangan itu terkesan dengan kemungkinan perusahaan; apa yang menentukan bagi mereka adalah bahwa harganya moderat dalam kaitannya dengan pendapatan dan nilai aset saat ini. Para mitra melanjutkan akuisisi, yang berjumlah sekitar seperlima dari dana mereka dalam dolar. Mereka menjadi dekat dengan kepentingan bisnis baru, yang makmur.

* Dua mitra yang dimaksud Graham dengan malu-malu adalah Jerome Newman dan Benjamin Graham sendiri.

Graham menggambarkan Perusahaan Asuransi Pegawai Pemerintah, atau

GEICO, di mana dia dan Newman membeli 50% bunga pada tahun 1948, benar

Bahkan ia melakukannya dengan sangat baik sehingga harga sahamnya naik menjadi dua ratus kali lipat atau lebih dari harga yang dibayarkan untuk setengah bunga. Uang muka itu jauh melampaui pertumbuhan laba yang sebenarnya, dan hampir sejak awal kutipan itu tampak terlalu tinggi dalam hal standar investasi mitra itu sendiri. Tetapi karena mereka menganggap perusahaan itu sebagai semacam "bisnis keluarga", mereka terus mempertahankan kepemilikan saham yang substansial meskipun ada kenaikan harga yang spektakuler. Sejumlah besar peserta dalam dana mereka melakukan hal yang sama, dan mereka menjadi jutawan melalui kepemilikan mereka di perusahaan yang satu ini, ditambah afiliasi yang diorganisir kemudian.*

Cukup ironis, agregat keuntungan yang diperoleh dari keputusan investasi tunggal ini jauh melebihi jumlah semua yang lain yang direalisasikan melalui 20 tahun operasi yang luas di bidang khusus mitra, yang melibatkan banyak penyelidikan, pertimbangan tanpa akhir, dan banyak lagi. keputusan individu.

Apakah ada moral dalam kisah nilai ini bagi investor yang cerdas? Yang jelas adalah bahwa ada beberapa cara berbeda untuk menghasilkan dan menyimpan uang di Wall Street. Hal lain, yang tidak begitu jelas, adalah bahwa satu keberuntungan, atau satu keputusan yang sangat cerdas—dapatkah kita membedakannya?—mungkin berarti lebih dari sekadar upaya pekerja harian seumur hidup.¹ Namun di balik keberuntungan, atau keputusan krusial, biasanya harus ada latar belakang persiapan dan kapasitas disiplin. Seseorang perlu cukup mapan dan diakui sehingga peluang ini akan mengetuk pintu khususnya. Satu harus

sekitar waktu dia selesai menulis *The Intelligent Investor*. \$712.500 yang dimasukkan Graham dan Newman ke GEICO kira-kira 25% dari aset dana mereka saat itu. Graham adalah anggota dewan direksi GEICO selama bertahun-tahun. Dalam putaran nasib yang baik, murid terbesar Graham, Warren Buffett, membuat taruhan besar sendiri pada GEICO pada tahun 1976, pada saat perusahaan asuransi besar telah meluncur ke ambang kebangkrutan. Ternyata itu juga menjadi salah satu investasi terbaik Buffett.

* Karena teknis hukum, Graham dan Newman diarahkan oleh Komisi Sekuritas & Pertukaran AS untuk "spin off", atau mendistribusikan, saham GEICO Graham-Newman Corp. kepada pemegang saham dana tersebut. Seorang investor yang memiliki 100 saham Graham-Newman pada awal tahun 1948 (senilai \$11.413) dan siapa yang kemudian memegang distribusi GEICO akan memiliki

\$1,66 juta pada tahun 1972. “Afiliasi yang kemudian diorganisir” GEICO termasuk Government Employee Financial Corp. dan Criterion Insurance Co.

memiliki sarana, penilaian, dan keberanian untuk memanfaatkannya.

Tentu saja, kami tidak dapat menjanjikan pengalaman spektakuler yang serupa kepada semua investor cerdas yang tetap berhati-hati dan waspada selama bertahun-tahun. Kami tidak akan berhenti dengan slogan JJ Raskob yang kami olok-olok di awal: "Semua orang bisa kaya." Tetapi kemungkinan menarik berlimpah di kancah keuangan, dan investor yang cerdas dan giat harus dapat menemukan kesenangan dan keuntungan dalam sirkus tiga cincin ini. Kegembiraan dijamin.

KOMENTAR PADA POSTSCRIPT

Investasi yang sukses adalah tentang mengelola risiko, bukan menghindarinya. Pada pandangan pertama, ketika Anda menyadari bahwa Graham menempatkan 25% dari dananya ke dalam satu saham, Anda mungkin berpikir dia berjudi dengan gegabah dengan investornya.

Tetapi kemudian, ketika Anda menemukan bahwa Graham telah dengan susah payah menetapkan bahwa dia dapat melikuidasi GEICO setidaknya untuk apa yang dia bayar untuk itu, menjadi jelas bahwa Graham mengambil risiko finansial yang sangat kecil. Tapi dia membutuhkan keberanian besar untuk mengambil risiko psikologis dari taruhan sebesar itu pada saham yang begitu tidak dikenal.¹

Dan berita utama hari ini penuh dengan fakta menakutkan dan risiko yang belum terselesaikan: kematian pasar bull 1990-an, pertumbuhan ekonomi yang lamban, penipuan perusahaan, momok terorisme dan perang. "Investor tidak menyukai ketidakpastian," kata ahli strategi pasar saat ini di TV keuangan atau di surat kabar hari ini. Tetapi investor tidak pernah menyukai ketidakpastian—namun itu adalah kondisi dunia investasi yang paling mendasar dan bertahan lama. Itu selalu, dan akan selalu begitu. Pada intinya, "ketidakpastian" dan "investasi" adalah sinonim. Di dunia nyata, tidak ada yang pernah diberi kemampuan untuk melihat bahwa waktu tertentu adalah waktu terbaik untuk membeli saham. Tanpa keyakinan yang menyelamatkan di masa depan, tidak ada yang akan berinvestasi sama sekali. Untuk menjadi investor, Anda harus percaya pada hari esok yang lebih baik.

Investor paling terpelajar, Graham menyukai kisah Ulysses, yang diceritakan melalui puisi Homer, Alfred Tennyson, dan Dante. Di akhir hidupnya, Graham menikmati adegan di Dante's Inferno ketika Ulysses menggambarkan inspirasi krunya untuk berlayar ke barat ke perairan yang tidak diketahui di luar gerbang Hercules:

¹Anekdot Graham juga merupakan pengingat yang kuat bahwa kita yang tidak secemerlang dia harus selalu melakukan diversifikasi untuk melindungi dari risiko memasukkan terlalu banyak uang ke dalam satu investasi. Ketika Graham sendiri mengakui bahwa GEICO adalah "keberuntungan", itu adalah sinyal

bahwa kebanyakan dari kita tidak dapat mengandalkan untuk dapat menemukan peluang yang begitu besar. Agar investasi tidak membusuk menjadi perjudian, Anda harus melakukan diversifikasi.

“Wahai saudara-saudaraku,” kataku, “yang setelah
seratus ribu bahaya telah mencapai barat,
dalam kewaspadaan kecil ini
yang masih tersisa di indra kita,
janganlah kita memilih untuk menghindari pengalaman
dari dunia tak berpenghuni yang terletak di
belakang matahari. Pertimbangkan benih dari
mana Anda muncul:
Kami diciptakan bukan untuk hidup seperti binatang
buas, tetapi untuk mencari kebajikan dan pengertian.”
Dengan orasi kecil ini saya membuat teman-
teman sekapal saya begitu bersemangat untuk
pelayaran
bahwa akan menyakitkan untuk menahan
mereka. Dan kami mengayunkan buritan kami
ke arah pagi hari
dan mengubah dayung kami menjadi sayap untuk terbang liar.²

Berinvestasi juga merupakan sebuah petualangan; masa depan keuangan selalu merupakan dunia yang belum dipetakan. Dengan Graham sebagai panduan Anda, perjalanan investasi seumur hidup Anda harus aman dan percaya diri seperti petualangan.

²Dante Alighieri, *The Inferno*, Canto XXVI, baris 112–125, diterjemahkan oleh

Jason Zweig.

Lampiran

1. Superinvestor Graham-and-Doddsville

oleh Warren E. Buffett

EDITOR'S CATATAN: Artikel ini adalah transkrip yang telah diedit dari ceramah yang diberikan di Universitas Columbia pada tahun 1984 untuk memperingati ulang tahun ke-50 Analisis Keamanan, yang ditulis oleh Benjamin Graham dan David L. Dodd. Volume khusus ini pertama kali memperkenalkan ide-ide yang kemudian dipopulerkan di *The Intelligent Investor*. Esai Buffett menawarkan studi menarik tentang bagaimana murid-murid Graham menggunakan pendekatan investasi nilai Graham untuk mewujudkan kesuksesan fenomenal di pasar saham.

Apakah pendekatan Graham dan Dodd “mencari nilai dengan margin keamanan yang signifikan relatif terhadap harga” terhadap analisis keamanan sudah ketinggalan zaman? Banyak profesor yang menulis buku pelajaran hari ini mengatakan ya. Mereka berpendapat bahwa pasar saham efisien; yaitu, bahwa harga saham mencerminkan segala sesuatu yang diketahui tentang prospek perusahaan dan tentang keadaan ekonomi. Tidak ada saham yang undervalued, para ahli teori ini berpendapat, karena ada analisis keamanan yang cerdas yang memanfaatkan semua informasi yang tersedia untuk memastikan harga yang tepat. Investor yang tampaknya mengalahkan pasar dari tahun ke tahun hanya beruntung. “Jika harga sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, kecakapan investasi semacam ini dikesampingkan,” tulis salah satu penulis buku pelajaran hari ini.

Ya, mungkin. Tetapi saya ingin menunjukkan kepada Anda sekelompok investor yang, dari tahun ke tahun, mengalahkan indeks saham Standard & Poor's 500. Hipotesis bahwa mereka melakukan ini secara kebetulan adalah di

paling tidak layak untuk diperiksa. Penting untuk pemeriksaan ini adalah kenyataan bahwa para pemenang ini semuanya sudah saya kenal dan diidentifikasi sebelumnya sebagai investor superior, identifikasi terbaru terjadi lebih dari lima belas tahun yang lalu. Tanpa kondisi ini—yaitu, jika saya baru saja mencari di antara ribuan catatan untuk memilih beberapa nama untuk Anda pagi ini—saya akan menyarankan Anda untuk berhenti membaca di sini. Saya harus menambahkan bahwa semua catatan ini telah diaudit. Dan saya harus menambahkan lebih lanjut bahwa saya telah mengenal banyak dari mereka yang telah berinvestasi dengan para manajer ini, dan cek yang diterima oleh para peserta tersebut selama bertahun-tahun telah sesuai dengan catatan yang disebutkan.

Sebelum kita memulai ujian ini, saya ingin Anda membayangkan kontes lempar koin nasional. Mari kita asumsikan kita mendapatkan 225 juta orang Amerika besok pagi dan kita meminta mereka semua untuk bertaruh satu dolar. Mereka keluar di pagi hari saat matahari terbit, dan mereka semua menyebut lemparan koin. Jika mereka menelepon dengan benar, mereka memenangkan satu dolar dari mereka yang salah menelepon. Setiap hari yang kalah keluar, dan pada hari berikutnya taruhannya bertambah karena semua kemenangan sebelumnya dipertaruhkan. Setelah sepuluh putaran pada sepuluh pagi, akan ada kira-kira 220.000 orang di Amerika Serikat yang telah benar disebut sepuluh flips berturut-turut. Mereka masing-masing akan memenangkan sedikit lebih dari \$ 1.000.

Sekarang kelompok ini mungkin akan mulai sedikit sombong tentang hal ini, sifat manusia apa adanya. Mereka mungkin mencoba untuk menjadi sederhana, tetapi di pesta-pesta koktail mereka kadang-kadang akan mengakui kepada lawan jenis yang menarik apa teknik mereka, dan wawasan luar biasa apa yang mereka bawa ke bidang membalik.

Dengan asumsi bahwa pemenang mendapatkan imbalan yang sesuai dari yang kalah, dalam sepuluh hari lagi kita akan memiliki 215 orang yang telah berhasil melakukan lemparan koin 20 kali berturut-turut dan yang, dengan latihan ini, masing-masing telah mengubah satu dolar menjadi sedikit lebih.

\$1 juta. \$225 juta akan hilang, \$225 juta akan dimenangkan.

Pada saat itu, kelompok ini akan benar-benar kehilangan akal. Mereka mungkin akan menulis buku tentang “Bagaimana Saya Mengubah Satu Dolar Menjadi Sejuta dalam Dua Puluh Hari Bekerja

Tiga Puluh Detik Sehari.” Lebih buruk lagi, mereka mungkin akan mulai terbang ke seluruh negeri menghadiri seminar tentang pembalik koin yang efisien dan menangani profesor yang skeptis dengan, “Jika itu tidak dapat dilakukan, mengapa ada 215 dari kita?”

Tapi kemudian beberapa profesor sekolah bisnis mungkin akan cukup kasar untuk mengemukakan fakta bahwa jika 225 juta orangutan

telah melakukan latihan serupa, hasilnya akan hampir sama—215 orangutan egois dengan 20 lemparan kemenangan langsung.

Akan tetapi, saya berpendapat bahwa ada beberapa perbedaan penting dalam contoh-contoh yang akan saya sajikan. Untuk satu hal, jika (a) Anda telah mengambil 225 juta orangutan yang didistribusikan secara kasar seperti populasi AS; jika (b) 215 pemenang tersisa setelah 20 hari; dan jika (c) Anda menemukan bahwa 40 berasal dari kebun binatang tertentu di Omaha, Anda akan cukup yakin bahwa Anda sedang melakukan sesuatu. Jadi Anda mungkin akan pergi keluar dan bertanya kepada penjaga kebun binatang tentang apa yang dia berikan kepada mereka, apakah mereka memiliki latihan khusus, buku apa yang mereka baca, dan siapa yang tahu apa lagi. Artinya, jika Anda menemukan konsentrasi kesuksesan yang benar-benar luar biasa, Anda mungkin ingin melihat apakah Anda dapat mengidentifikasi konsentrasi karakteristik yang tidak biasa yang mungkin menjadi faktor penyebab.

Penyelidikan ilmiah secara alami mengikuti pola seperti itu. Jika Anda mencoba menganalisis kemungkinan penyebab jenis kanker yang langka—dengan, katakanlah, 1.500 kasus per tahun di Amerika Serikat—dan Anda menemukan bahwa 400 di antaranya terjadi di beberapa kota pertambangan kecil di Montana, Anda akan sangat tertarik air di sana, atau pekerjaan mereka yang menderita, atau variabel lainnya. Anda tahu bahwa bukan kebetulan bahwa 400 datang dari area kecil. Anda belum tentu tahu faktor-faktor penyebab, tetapi Anda akan tahu ke mana harus mencari.

Saya menyampaikan kepada Anda bahwa ada cara untuk mendefinisikan asal selain geografi. Selain asal geografis, ada yang saya sebut asal intelektual. Saya pikir Anda akan menemukan bahwa jumlah yang tidak proporsional dari para peminat koin yang sukses di dunia investasi berasal dari desa intelektual yang sangat kecil yang bisa disebut Graham-and-Doddsville. Konsentrasi pemenang yang tidak dapat dijelaskan secara kebetulan dapat ditelusuri ke desa intelektual tertentu ini.

Kondisi bisa saja ada yang membuat konsentrasi itu menjadi tidak penting. Mungkin 100 orang hanya meniru panggilan lempar koin dari beberapa kepribadian yang sangat persuasif. Ketika dia memanggil kepala, 100 pengikut secara otomatis memanggil koin itu dengan cara yang sama. Jika pemimpinnya adalah bagian dari 215 yang tersisa di akhir, fakta bahwa

100 berasal dari asal intelektual yang sama tidak akan berarti apa-apa. Anda hanya akan mengidentifikasi satu kasus sebagai seratus kasus. Demikian pula, mari kita asumsikan bahwa Anda hidup dalam masyarakat yang sangat patriarki

dan setiap keluarga di Amerika Serikat dengan mudah terdiri dari sepuluh anggota. Selanjutnya asumsikan bahwa budaya patriarki begitu kuat sehingga, ketika 225 juta orang keluar rumah pada hari pertama, setiap anggota keluarga diidentifikasi dengan panggilan sang ayah. Sekarang, pada akhir periode 20 hari, Anda akan memiliki 215 pemenang, dan Anda akan menemukan bahwa mereka hanya berasal dari 21,5 keluarga. Beberapa tipe naif mungkin mengatakan bahwa ini menunjukkan faktor keturunan yang sangat besar sebagai penjelasan dari keberhasilan membalik koin. Tetapi, tentu saja, itu tidak akan memiliki arti sama sekali karena itu hanya berarti bahwa Anda tidak memiliki 215 pemenang individu, melainkan 21,5 keluarga yang didistribusikan secara acak yang menjadi pemenang.

Dalam kelompok investor sukses yang ingin saya pertimbangkan ini, ada seorang patriark intelektual yang sama, Ben Graham. Tetapi anak-anak yang meninggalkan rumah patriark intelektual ini menyebut "kebalikan" mereka dengan cara yang sangat berbeda. Mereka telah pergi ke tempat yang berbeda dan membeli dan menjual saham dan perusahaan yang berbeda, namun mereka memiliki catatan gabungan yang tidak dapat dijelaskan secara kebetulan. Tentu saja tidak dapat dijelaskan oleh fakta bahwa mereka semua memanggil flips secara identik karena seorang pemimpin memberi isyarat untuk membuat panggilan. Sang patriark hanya mengemukakan teori intelektual untuk membuat keputusan pemanggilan koin, tetapi setiap siswa telah memutuskan caranya sendiri dalam menerapkan teori tersebut.

Tema intelektual umum para investor dari Graham-dan-Doddsville adalah ini: mereka mencari perbedaan antara nilai bisnis dan harga bagian-bagian kecil dari bisnis itu di pasar. Pada dasarnya, mereka mengeksploitasi perbedaan tersebut tanpa perhatian ahli teori pasar yang efisien mengenai apakah saham tersebut dibeli pada hari Senin atau Kamis, atau apakah itu Januari atau Juli, dll. Kebetulan, ketika pengusaha membeli bisnis — itulah yang dilakukan investor Graham & Dodd kami. lakukan melalui media saham-saham yang dapat dipasarkan—saya ragu banyak yang mengambil keputusan pembelian pada hari dalam seminggu atau bulan di mana transaksi akan terjadi. Jika tidak ada bedanya apakah semua bisnis dibeli pada hari Senin atau Jumat, Saya bingung mengapa akademisi menginvestasikan waktu dan upaya yang ekstensif untuk melihat apakah ada bedanya ketika membeli potongan kecil dari bisnis yang sama. Investor Graham & Dodd kami,

tentu saja, tidak membahas beta, model penetapan harga aset modal, atau kovarians dalam pengembalian di antara sekuritas. Ini bukan subjek dari

kepentingan apapun kepada mereka. Bahkan, kebanyakan dari mereka akan kesulitan mendefinisikan istilah-istilah tersebut. Investor hanya fokus pada dua variabel: harga dan nilai.

Saya selalu merasa luar biasa bahwa begitu banyak penelitian dibuat tentang perilaku harga dan volume, hal-hal yang dilakukan oleh para pembuat grafik. Dapatkah Anda membayangkan membeli seluruh bisnis hanya karena harga bisnis telah dinaikkan secara substansial minggu lalu dan minggu sebelumnya? Tentu saja, alasan mengapa banyak penelitian dilakukan tentang variabel harga dan volume ini adalah karena sekarang, di era komputer, hampir tidak ada data yang tersedia tentang mereka. Itu belum tentu karena studi semacam itu memiliki kegunaan; hanya saja datanya ada dan akademisi telah bekerja keras untuk mempelajari keterampilan matematika yang diperlukan untuk memanipulasinya. Setelah keterampilan ini diperoleh, tampaknya berdosa untuk tidak menggunakannya, bahkan jika penggunaannya tidak memiliki utilitas atau utilitas negatif. Seperti yang dikatakan seorang teman, bagi seorang pria dengan palu, semuanya tampak seperti paku.

Saya pikir kelompok yang telah kita identifikasi oleh rumah intelektual yang sama layak untuk dipelajari. Kebetulan, terlepas dari semua studi akademis tentang pengaruh variabel seperti harga, volume, musiman, ukuran kapitalisasi, dll., terhadap kinerja saham, tidak ada minat yang dibuktikan dalam mempelajari metode konsentrasi nilai yang tidak biasa ini. pemenang yang berorientasi

Saya memulai studi hasil ini dengan kembali ke kelompok kami berempat yang bekerja di Graham-Newman Corporation dari tahun 1954 hingga 1956. Hanya ada empat—saya belum memilih nama-nama ini di antara ribuan. Saya menawarkan untuk bekerja di Graham-Newman tanpa bayaran setelah saya mengikuti kelas Ben Graham, tetapi dia menolak saya karena dinilai terlalu tinggi. Dia menganggap barang berharga ini dengan sangat serius! Setelah banyak mengganggu dia akhirnya mempekerjakan saya. Ada tiga mitra dan kami berempat di tingkat “petani”. Keempatnya tersisa di antara

1955 dan 1957 ketika firma itu dibubarkan, dan mungkin untuk melacak catatan tiga.

Contoh pertama (lihat Tabel 1, halaman 549–550) adalah contoh Walter Schloss. Walter tidak pernah kuliah, tetapi mengambil kursus dari Ben Graham pada malam hari di Institut Keuangan New York.

Walter meninggalkan Graham-Newman pada tahun 1955 dan mencapai rekor yang ditunjukkan di sini selama 28 tahun.

Inilah yang "Adam Smith"—setelah saya memberitahunya tentang Walter—
menulis tentang dia di Supermoney
(1972):

Dia tidak memiliki koneksi atau akses ke informasi yang berguna. Praktis tidak ada seorang pun di Wall Street yang mengenalnya dan dia tidak diberi ide. Dia mencari nomor di manual dan mengirimkan laporan tahunan, dan itu saja.

Dalam memperkenalkan saya kepada [Schloss] Warren juga, dalam pikiran saya, menggambarkan dirinya sendiri. "Dia tidak pernah lupa bahwa dia menangani uang orang lain dan ini memperkuat keengganan normalnya terhadap kerugian." Dia memiliki integritas total dan gambaran realistis tentang dirinya sendiri. Uang adalah nyata baginya dan saham adalah nyata — dan dari sini mengalir daya tarik ke prinsip "margin of safety".

Walter telah melakukan diversifikasi besar-besaran, memiliki lebih dari 100 saham saat ini. Dia tahu bagaimana mengidentifikasi sekuritas yang dijual dengan harga yang jauh lebih rendah dari nilainya kepada pemilik pribadi. Dan hanya itu yang dia lakukan. Dia tidak khawatir tentang apakah itu Januari, dia tidak khawatir tentang apakah itu hari Senin, dia tidak khawatir tentang apakah itu tahun pemilihan. Dia hanya mengatakan, jika sebuah bisnis bernilai satu dolar dan saya dapat membelinya seharga 40 sen, sesuatu yang baik mungkin terjadi pada saya. Dan dia melakukannya lagi dan lagi dan lagi. Dia memiliki lebih banyak saham daripada saya — dan jauh lebih sedikit tertarik pada sifat dasar bisnis: saya tampaknya tidak terlalu berpengaruh pada Walter. Itu salah satu kekuatannya; tidak ada yang memiliki banyak pengaruh padanya.

Kasus kedua adalah Tom Knapp, yang juga bekerja di Graham-Newman dengan saya. Tom adalah jurusan kimia di Princeton sebelum perang; ketika dia kembali dari perang, dia adalah seorang gelandangan pantai. Dan kemudian suatu hari dia membaca bahwa Dave Dodd memberikan kursus malam tentang investasi di Columbia. Tom mengambilnya secara non-kredit, dan dia menjadi sangat tertarik dengan mata pelajaran itu dari mengambil kursus itu sehingga dia datang dan mendaftar di Columbia Business School, di mana dia mendapatkan gelar MBA. Dia mengambil kursus Dodd lagi, dan mengambil kursus Ben Graham. Kebetulan, 35 tahun kemudian saya menelepon Tom untuk memastikan beberapa fakta yang terlibat di sini dan saya menemukannya di pantai lagi. Satu-satunya perbedaan adalah bahwa sekarang dia memiliki pantai!

Pada tahun 1968 Tom Knapp dan Ed Anderson, juga seorang murid Graham, bersama dengan satu atau dua rekan lain dari persuasi serupa, membentuk Tweedy, Browne Partners, dan hasil investasi mereka muncul di Tabel 2. Tweedy, Browne membangun rekor itu dengan diversifikasi yang sangat luas. kation. Mereka

kadang-kadang membeli kendali atas bisnis, tetapi catatan investasi pasif sama dengan catatan investasi kendali.

Tabel 3 menggambarkan ketiga anggota kelompok yang terbentuk Buffett Partnership pada tahun 1957. Hal terbaik yang dia lakukan adalah berhenti di 1969. Sejak itu, dalam arti tertentu, Berkshire Hathaway telah menjadi kontinuitas hubungan kemitraan dalam beberapa hal. Tidak ada indeks tunggal. Saya dapat memberi Anda bahwa saya akan merasa akan menjadi ujian investasi yang adil manajemen di Berkshire. Tapi saya pikir bagaimanapun Anda memikirkannya, itu telah memuaskan.

Tabel 4 menunjukkan catatan Sequoia Fund yang dikelola oleh seorang pria yang saya temui pada tahun 1951 di kelas Ben Graham, Bill Ruane. Setelah keluar dari Harvard Business School, dia pergi ke Wall Jalan. Kemudian dia menyadari bahwa dia perlu mendapatkan pendidikan bisnis yang nyata. jadi dia datang untuk mengambil kursus Ben di Columbia, tempat kami bertemu pada awal 1951. Catatan Bill dari tahun 1951 hingga 1970, bekerja dengan relatif jumlah yang sangat kecil, jauh lebih baik daripada rata-rata. Saat aku berakhir Kemitraan Buffett Saya bertanya kepada Bill apakah dia akan menyiapkan dana untuk ditangani semua mitra kami, jadi dia mendirikan Dana Sequoia. Dia memasangnya di waktu yang tepat, tepat ketika saya berhenti. Dia langsung masuk ke tingkat dua pasar dan semua kesulitan yang dibuat untuk kinerja komparatif manajerial untuk investor berorientasi nilai. Saya senang untuk mengatakan bahwa saya mitra, untuk tingkat yang luar biasa, tidak hanya tinggal bersamanya tetapi menambahkan uang, dengan hasil bahagia yang ditunjukkan.

Tidak ada melihat ke belakang yang terlibat di sini. Bill adalah satu-satunya orang yang saya direkomendasikan kepada mitra saya, dan saya mengatakan pada saat itu bahwa jika dia mencapai keunggulan empat poin per tahun atas Standar &

Miskin, itu akan menjadi kinerja yang solid. Bill telah mencapai dengan baik lebih dari itu, bekerja dengan jumlah uang yang semakin besar. Itu membuat segalanya jauh lebih sulit. Ukuran adalah jangkak kinerja mance. Tidak ada pertanyaan tentang itu. Bukan berarti tidak bisa lebih baik daripada rata-rata ketika Anda menjadi lebih besar, tetapi marginnya menyusut.

Dan jika Anda mendapatkannya, Anda mengelola dua triliun dolar, dan yang kebetulan merupakan jumlah evaluasi ekuitas total di ekonomi, jangan berpikir bahwa Anda akan melakukan lebih baik daripada rata-rata!

Saya harus menambahkan bahwa dalam catatan yang telah kita lihat sejauh ini, melalui seluruh periode ini praktis tidak ada duplikasi dalam ini portofolio. Ini adalah orang-orang yang memilih sekuritas berdasarkan perbedaan perbedaan antara harga dan nilai, tetapi mereka membuat pilihan mereka sangat berbeda. Kepemilikan terbesar Walter telah menjadi pendukung seperti Hudson Pulp & Paper dan Jeddo Highland Coal dan New York Trap Rock Company dan semua nama lain yang muncul seketika diingat bahkan oleh pembaca biasa dari halaman bisnis. Tweedy

Pilihan Browne telah tenggelam jauh di bawah level itu dalam hal pengenalan nama. Di sisi lain, Bill telah bekerja dengan perusahaan besar. Tumpang tindih di antara portofolio ini sangat, sangat rendah. Catatan-catatan ini tidak mencerminkan satu orang memanggil flip dan lima puluh orang meneriakan hal yang sama setelahnya.

Tabel 5 adalah catatan seorang teman saya yang merupakan lulusan Hukum Harvard, yang mendirikan sebuah firma hukum besar. Saya bertemu dengannya sekitar tahun 1960 dan mengatakan kepadanya bahwa hukum baik-baik saja sebagai hobi tetapi dia bisa melakukan yang lebih baik. Dia membentuk kemitraan yang sangat berlawanan dengan Walter. Portofolionya terkonsentrasi pada sangat sedikit sekuritas dan oleh karena itu catatannya jauh lebih tidak stabil tetapi didasarkan pada pendekatan diskonto dari nilai yang sama. Dia bersedia menerima puncak dan lembah kinerja yang lebih besar, dan kebetulan dia adalah orang yang seluruh jiwanya menuju konsentrasi, dengan hasil yang ditunjukkan. Kebetulan, catatan ini milik Charlie Munger, rekan saya sejak lama dalam pengoperasian Berkshire Hathaway. Namun, ketika dia menjalankan kemitraannya, kepemilikan portofolionya hampir sepenuhnya berbeda dari milik saya dan rekan-rekan lain yang disebutkan sebelumnya.

Tabel 6 adalah catatan seorang rekan yang merupakan teman Charlie Munger—jenis sekolah non-bisnis lainnya—yang merupakan jurusan matematika di USC. Dia pergi bekerja untuk IBM setelah lulus dan menjadi salesman IBM untuk sementara waktu. Setelah aku mendapatkan Charlie, Charlie mendapatkannya. Ini kebetulan menjadi catatan Rick Guerin. Rick, dari tahun 1965 hingga 1983, melawan keuntungan gabungan sebesar 316 persen untuk S&P, menghasilkan 22.200 persen, yang mungkin karena dia tidak memiliki pendidikan sekolah bisnis, dia anggap signifikan secara statistik.

Satu hal tambahan di sini: sungguh luar biasa bagi saya bahwa gagasan untuk membeli uang dolar seharga 40 sen langsung menarik perhatian orang atau tidak sama sekali. Ini seperti inokulasi. Jika tidak langsung menangkap seseorang, saya menemukan bahwa Anda dapat berbicara dengannya selama bertahun-tahun dan menunjukkan kepadanya catatan, dan itu tidak ada bedanya. Mereka sepertinya tidak bisa memahami konsepnya, sesederhana itu. Seorang rekan seperti Rick Guerin, yang tidak memiliki pendidikan formal dalam bisnis, segera memahami pendekatan nilai dalam berinvestasi dan dia menerapkannya lima menit kemudian. Saya belum pernah melihat orang yang menjadi pertobatan bertahun-tahun dengan pendekatan ini. Sepertinya ini bukan soal IQ atau pelatihan akademis. Ini pengakuan instan, atau tidak sama sekali.

Tabel 7 adalah catatan Stan Perlmeter. Stan adalah mahasiswa seni liberal di University of Michigan yang merupakan mitra di biro iklan Bozell & Jacobs. Kami kebetulan berada di gedung yang sama di Omaha. Pada tahun 1965 dia mengetahui bahwa saya memiliki bisnis yang lebih baik daripada dia, jadi dia meninggalkan periklanan. Sekali lagi, butuh lima menit bagi Stan untuk menerapkan pendekatan nilai.

Permeter tidak memiliki apa yang dimiliki Walter Schloss. Dia tidak memiliki apa yang dimiliki Bill Ruane. Ini adalah catatan yang dibuat secara independen. Tapi setiap kali Perlmeter membeli saham, itu karena dia mendapatkan lebih banyak uang daripada yang dia bayar. Itulah satu-satunya hal yang dia pikirkan. Dia tidak melihat proyeksi pendapatan kuartalan, dia tidak melihat pendapatan tahun depan, dia tidak memikirkan hari apa dalam seminggu, dia tidak peduli apa yang dikatakan penelitian investasi dari tempat mana pun, dia tidak tertarik pada momentum harga, volume, atau apa pun. Dia hanya bertanya: Apa nilai bisnisnya?

Tabel 8 dan Tabel 9 adalah catatan dua dana pensiun yang pernah saya ikuti. Mereka tidak dipilih dari lusinan dana pensiun yang pernah saya ikuti; mereka adalah satu-satunya yang saya pengaruhi. Dalam kedua kasus saya telah mengarahkan mereka ke arah manajer yang berorientasi pada nilai. Sangat sedikit dana pensiun yang dikelola dari sudut pandang nilai. Tabel 8 adalah Dana Pensiun Perusahaan Washington Post. Itu dengan bank besar beberapa tahun yang lalu, dan saya menyarankan bahwa mereka akan melakukannya dengan baik untuk memilih manajer yang memiliki orientasi nilai.

Seperti yang Anda lihat, secara keseluruhan mereka berada di persentil teratas sejak mereka melakukan perubahan. The Post mengatakan kepada para manajer untuk menyimpan setidaknya 25 persen dari dana ini dalam bentuk obligasi, yang tidak selalu menjadi pilihan para manajer ini. Jadi saya telah menyertakan kinerja obligasi hanya untuk menggambarkan bahwa kelompok ini tidak memiliki keahlian khusus tentang obligasi. Mereka tidak akan mengatakan mereka melakukannya. Bahkan dengan tarikan 25 persen dana mereka di area yang bukan permainan mereka, mereka berada di persentil teratas pengelolaan dana. Pengalaman Washington Post tidak mencakup periode yang sangat panjang tetapi itu mewakili banyak keputusan investasi oleh tiga manajer yang tidak diidentifikasi secara surut.

Tabel 9 adalah catatan dana FMC Corporation. Saya tidak mengelola sepeser pun sendiri tetapi saya, pada tahun 1974, mempengaruhi keputusan mereka untuk memilih manajer berorientasi nilai. Sebelumnya mereka telah memilih manajer dengan cara yang sama seperti kebanyakan perusahaan besar. Mereka sekarang

peringkat nomor satu dalam survei Becker tentang dana pensiun untuk ukuran mereka selama periode waktu setelah "konversi" ke pendekatan nilai ini. Tahun lalu mereka memiliki delapan manajer ekuitas dengan durasi lebih dari satu tahun. Tujuh di antaranya memiliki rekor kumulatif lebih baik dari S&P. Semua delapan memiliki rekor yang lebih baik tahun lalu dari S&P. Perbedaan bersih sekarang antara kinerja median dan kinerja aktual dana FMC selama periode ini adalah \$ 243 juta. FMC mengaitkan ini dengan pola pikir yang diberikan kepada mereka tentang pemilihan manajer. Manajer-manajer tersebut bukanlah manajer yang akan saya pilih, tetapi mereka memiliki kesamaan dalam memilih sekuritas berdasarkan nilai.

Jadi ini adalah sembilan catatan "sirip koin" dari Graham-dan-Doddsville. Saya belum memilih mereka dengan melihat ke belakang dari antara ribuan. Bukannya saya membacakan kepada Anda nama-nama sekelompok pemenang lotere—orang-orang yang belum pernah saya dengar sebelum mereka memenangkan lotre. Saya memilih orang-orang ini bertahun-tahun yang lalu berdasarkan kerangka kerja mereka untuk pengambilan keputusan investasi. Saya tahu apa yang telah diajarkan kepada mereka dan selain itu saya memiliki beberapa pengetahuan pribadi tentang kecerdasan, karakter, dan temperamen mereka. Sangat penting untuk memahami bahwa kelompok ini mengambil risiko yang jauh lebih kecil daripada rata-rata; catat rekor mereka di tahun-tahun ketika pasar umum lemah. Meskipun gaya mereka sangat berbeda, para investor ini, secara mental, selalu membeli bisnis, bukan membeli saham. Beberapa dari mereka terkadang membeli seluruh bisnis. Jauh lebih sering mereka hanya membeli potongan-potongan kecil bisnis. Sikap mereka, apakah membeli semua atau sebagian kecil dari bisnis, adalah sama. Beberapa dari mereka memegang portofolio dengan puluhan saham; yang lain berkonsentrasi pada segelintir. Tapi semua memanfaatkan perbedaan antara harga pasar bisnis dan nilai intrinsiknya.

Saya yakin bahwa ada banyak inefisiensi di pasar. Para investor Graham-dan-Doddsville ini telah berhasil memanfaatkan kesenjangan antara harga dan nilai. Ketika harga saham dapat dipengaruhi oleh "kawanan" di Wall Street dengan harga ditetapkan pada margin oleh orang yang paling emosional, atau orang yang paling rakus, atau orang yang paling tertekan, sulit untuk

mengatakan bahwa pasar selalu menentukan harga. secara rasional. Faktanya, harga pasar seringkali tidak masuk akal.

Saya ingin mengatakan satu hal penting tentang risiko dan imbalan. Terkadang risiko dan imbalan berkorelasi secara positif. Jika seseorang mengatakan kepada saya, "Saya memiliki enam penembak di sini dan saya memiliki

menyelipkan satu kartrid ke dalamnya. Mengapa Anda tidak memutar dan menariknya sekali saja? Jika Anda selamat, saya akan memberi Anda \$ 1 juta. " Saya akan menolak—mungkin dengan menyatakan bahwa \$1 juta tidak cukup. Kemudian dia mungkin menawarkan saya \$5 juta untuk menarik pelatuk dua kali—sekarang itu akan menjadi korelasi positif antara risiko dan imbalan!

Kebalikannya benar dengan investasi nilai. Jika Anda membeli uang dolar seharga 60 sen, itu lebih berisiko daripada jika Anda membeli uang dolar seharga 40 sen, tetapi harapan imbalan lebih besar dalam kasus terakhir. Semakin besar potensi imbalan dalam portofolio nilai, semakin kecil risikonya.

Satu contoh cepat: The Washington Post Company pada tahun 1973 menjual seharga \$80 juta di pasar. Pada saat itu, hari itu, Anda dapat menjual aset tersebut kepada salah satu dari sepuluh pembeli dengan harga tidak kurang dari \$400 juta, mungkin jauh lebih banyak. Perusahaan memiliki Post, Newsweek, ditambah beberapa stasiun televisi di pasar utama. Properti yang sama sekarang bernilai \$2 miliar, jadi orang yang akan membayar \$400 juta tidak akan menjadi gila.

Sekarang, jika saham turun lebih jauh ke harga yang membuat penilaian menjadi \$40 juta, bukan \$80 juta, beta-nya akan lebih besar. Dan bagi orang yang berpikir beta mengukur risiko, harga yang lebih murah akan membuatnya terlihat lebih berisiko. Ini benar-benar Alice in Wonderland. Saya tidak pernah tahu mengapa lebih berisiko membeli properti senilai \$400 juta seharga \$40 juta daripada \$80 juta. Dan, pada kenyataannya, jika Anda membeli sekelompok sekuritas semacam itu dan Anda tahu sama sekali tentang penilaian bisnis, pada dasarnya tidak ada risiko membeli \$400 juta untuk \$80 juta, terutama jika Anda melakukannya dengan membeli sepuluh \$40. juta tumpukan untuk \$8 juta masing-masing. Karena Anda tidak memiliki \$400 juta, Anda ingin memastikan bahwa Anda berada di antara orang-orang yang jujur dan cukup kompeten, tetapi itu bukanlah pekerjaan yang sulit.

Anda juga harus memiliki pengetahuan untuk memungkinkan Anda membuat perkiraan yang sangat umum tentang nilai bisnis yang mendasarinya. Tapi Anda tidak memotongnya dekat. Itulah yang dimaksud Ben Graham dengan margin of safety. Anda tidak mencoba dan membeli bisnis yang layak \$83 juta untuk \$80 juta. Anda meninggalkan margin yang sangat besar bagi diri Anda sendiri. Ketika Anda membangun sebuah

jembatan, Anda bersikeras bahwa jembatan itu dapat membawa 30.000 pon, tetapi Anda hanya mengendarai truk 10.000 pon melintasinya. Dan prinsip yang sama berlaku dalam berinvestasi.

Kesimpulannya, beberapa yang lebih berpikiran komersial di antara

Anda mungkin bertanya-tanya mengapa saya menulis artikel ini. Menambahkan banyak orang yang berkonversi ke pendekatan nilai akan memaksa mempersempit selisih antara harga dan nilai. Saya hanya dapat memberi tahu Anda bahwa rahasianya telah terbongkar selama 50 tahun, sejak Ben Graham dan Dave Dodd menulis Analisis Keamanan, namun saya tidak melihat tren ke arah investasi nilai selama 35 tahun saya mempraktikkannya. Tampaknya ada beberapa sifat manusia yang sesat yang suka mempersulit hal-hal yang mudah. Dunia akademis, jika ada, sebenarnya telah mundur dari ajaran investasi nilai selama 30 tahun terakhir. Kemungkinan akan terus seperti itu. Kapal akan berlayar di seluruh dunia tetapi Flat Earth Society akan berkembang. Akan terus ada perbedaan besar antara harga dan nilai di pasar, dan mereka yang membaca Graham & Dodd akan terus makmur.

Tabel 1-9 berikut:

TSANGGUP 1 Wmengubah J. Schloss

Tahun	Keuntungan Keseluruhan S&P, Termasuk Dividen (%)	Keuntungan Keseluruhan Mitra WJS Ltd per tahun (%)	Keuntungan Keseluruhan Kemitraan WJS per tahun (%)		
1956	7.5	5.1	6.8	Standar & Miskin 28%keuntungan majemuk tahun	887,2%
1957	-10,5	-4.7	-4.7		
1958	42.1	42.1	54.6	Mitra Terbatas WJS 28%keuntungan majemuk tahun	6.678,8%
1959	12,7	17.5	23.3		
1960	-1.6	7.0	9.3	Kemitraan WJS 28%keuntungan majemuk tahun	23,104,7%
1961	26.4	21.6	28.8		
1962	-10.2	8.3	11.1	Standar & Miskin 28%tahun tarif majemuk tahunan	8,4%
1963	23.3	15.1	20.1		
1964	16,5	17.1	22.8	Mitra Terbatas WJS 28%tahun tarif majemuk tahunan	16.1%
1965	13.1	26.8	35.7		
1966	-10,4	0,5	0,7	Kemitraan WJS 28%tahun tarif majemuk tahunan	21,3%
1967	26.8	25.8	34.4		
1968	10.6	26.6	35.5	Selama sejarah Kemitraan, ia telah memiliki lebih dari 800 masalah dan, paling sering, memiliki setidaknya 100 posisi. Aset sekarang di manajemen sekitar \$45 juta. Perbedaan antara pengembalian	

kemitraan dan pengembalian mitra terbatas adalah karena alokasi
tions ke mitra umum untuk manajemen.

TSANGGUP 1 Wmengubah J. Schloss (lanjutan)

Tahun	Keuntungan Keseluruhan S&P, Termasuk Dividen (%)	Keuntungan Keseluruhan Mitra WJS Ltd (%)	Keuntungan Keseluruhan Kemitraan WJS (%)
1969	-7.5	-9.0	-9.0
1970	2.4	-8.2	-8.2
1971	14.9	25.5	28.3
1972	19.8	11.6	15.5
1973	-14.8	-8.0	-8.0
1974	-26.6	-6.2	-6.2
1975	36.9	42.7	52.2
1976	22.4	29.4	39.2
1977	-8.6	25.8	34.4
1978	7.0	36.6	48.8
1979	17.6	29.8	39.7
1980	32.1	23.3	31.1
1981	6.7	18.4	24.5
1982	20.2	24.1	32.1
1983	22.8	38.4	51.2
Tahun 1984	2.3	0.8	1.1

TSANGGUP 2 Tlemah, coklat Inc.

Periode Berakhir (30 September)	Dow Jones* (%)	S & P 500* (%)	TBK Keseluruhan (%)	TBK Mitra Terbatas (%)
1968 (9 bulan)	6.0	8.8	27.6	22.0
1969	-9.5	-6.2	12,7	10.0
1970	-2.5	-6.1	-1.3	-1.9
1971	20.7	20.4	20.9	16.1
1972	11.0	15.5	14.6	11.8
1973	2.9	1.0	8.3	7.5
1974	-31,8	-38.1	1.5	1.5
1975	36.9	37.8	28.8	22.0
1976	29.6	30.1	40.2	32.8
1977	-9.9	-4.0	23.4	18.7
1978	8.3	11.9	41.0	32.1
1979	7.9	12,7	25.5	20.5
1980	13.0	21.1	21.4	17.3
1981	-3.3	2.7	14.4	11.6
1982	12.5	10.1	10.2	8.2
1983	44.5	44.3	35.0	28.2
Pengembalian Total				
15 ³ /bertahun-tahun	191,8%	238,5%	1,661,2%	936,4%
Standar & Miskin 15 ⁴ /tahun tarif majemuk tahunan				7.0%
Mitra Terbatas TBK 15 ³ /tahun tarif majemuk tahunan				16,0%
TBK Keseluruhan 15 ³ /tahun tarif majemuk tahunan				20,0%

* Termasuk dividen yang dibayarkan untuk Standard & Poor's 500 Composite Index dan

Rata-rata Industri Dow Jones.

TSANGGUP 3 bufufett Kemitraan, Ltd.

Tahun	Keseluruhan Hasil Dari Dow (%)	Kemitraan Hasil (%)	Terbatas Mitra' Hasil (%)
1957	-8.4	10.4	9.3
1958	38.5	40.9	32.2
1959	20.0	25.9	20.9
1960	-6.2	22.8	18.6
1961	22.4	45.9	35.9
1962	-7.6	13.9	11.9
1963	20.6	38.7	30.5
1964	18.7	27.8	22.3
1965	14.2	47.2	36.9
1966	-15.6	20.4	16.8
1967	19.0	35.9	28.4
1968	7.7	58.8	45.6
1969	-11.6	6.8	6.6

Secara kumulatif atau gabungan, hasilnya adalah:

1957	-8.4	10.4	9.3
1957-58	26.9	55.6	44.5
1957-59	52.3	95.9	74.7
1957-60	42.9	140.6	107.2
1957-61	74.9	251.0	181.6
1957-62	61.6	299.8	215.1
1957-63	94.9	454.5	311.2
1957-64	131.3	608.7	402.9
1957-65	164.1	943.2	588.5
1957-66	122.9	1156.0	704.2
1957-67	165.3	1606.9	932.6
1957-68	185.7	2610.6	1403.5
1957-69	152.6	2794.9	1502.7

Tarif Majemuk Tahunan 7,4 29,5 23,8

TSANGGUP 4 sequoia Dana, Inc.

Tahun	Perubahan Persentase Tahunan**	
	Dana Sequoia (%)	S&P 500 Indeks *
1970 (mulai 15 Juli)	12.1	20.6
1971	13.5	14.3
1972	3.7	18.9
1973	-24.0	-14.8
1974	-15.7	-26.4
1975	60.5	37.2
1976	72.3	23.6
1977	19.9	-7.4
1978	23.9	6.4
1979	12.1	18.2
1980	12.6	32.3
1981	21.5	-5.0
1982	31.2	21.4
1983	27.3	22.4
1984 (kuartal pertama)	-1.6	-2.4
Seluruh Periode	775,3%	270,0%
Pengembalian Tahunan Majemuk	17,2%	10,0%
Ditambah Biaya Manajemen 1%	1,0%	
Pengembalian Investasi Bruto	18,2%	10,0%

* Termasuk dividen (dan distribusi capital gain untuk Sequoia Fund) diperlakukan seolah-olah diinvestasikan kembali.

** Angka-angka ini sedikit berbeda dari angka S&P pada Tabel 1 karena perbedaan dalam perhitungan dividen yang diinvestasikan kembali.

TSANGGUP 5 Charles Munger

Tahun	Inv. Memerca (%)	investor Saham (%)	Lehman (%)	Tri- Lanjuta (%)	Dow Keseluruhan Terbatas (%) Kemitraan (%) Mitra (%)		
Hasil Tahunan(1)							
1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12,2	-7.6	30.1	20.1
1963	20.0	16,5	23.8	20.3	20.6	71.7	47.8
1964	15.9	14.3	13.6	13.3	18.7	49.7	33.1
1965	10.2	9.8	19.0	10.7	14.2	8.4	6.0
1966	-7.7	-9.9	-2.6	-6.9	-15.7	12.4	8.3
1967	20.0	22.8	28.0	25.4	19.0	56.2	37.5
1968	10.3	8.1	6.7	6.8	7.7	40.4	27.0
1969	-4.8	-7.9	-1.9	0.1	-11.6	28.3	21.3
1970	0.6	-4.1	-7.2	-1.0	8.7	-0.1	-0.1
1971	9.0	16.8	26.6	22.4	9.8	25.4	20.6
1972	11.0	15.2	23.7	21.4	18.2	8.3	7.3
1973	-12,5	-17,6	-14.3	-21.3	-23.1	- 31.9	-31.9
1974	-25.5	-25.6	-30.3	-27.6	-13.1	-31.5	- 31.5
1975	32.9	33.3	30.8	35.4	44.4	73.2	73.2

Hasil Majemuk (2)

1962	-9.8	-13.4	-14.4	-12,2	-7.6	30.1	20.1
1962-3	8.2	0.9	6.0	5.6	11.5	123.4	77.5
1962-4	25.4	15.3	20.4	19.6	32.4	234.4	136.3
1962-5	38.2	26.6	43.3	32.4	51.2	262.5	150.5
1962-6	27,5	14.1	39.5	23.2	27,5	307.5	171.3
1962-7	53.0	40.1	78.5	54.5	51.8	536,5	273.0
1962-8	68.8	51.4	90.5	65.0	63.5	793.6	373.7
1962-9	60.7	39.4	86.9	65.2	44.5	1046.5	474.6
1962-70	61.7	33.7	73.4	63.5	57.1	1045.4	474.0
1962-71	76.3	56.2	119.5	100.1	72,5	1336.3	592.2
1962-72	95.7	79.9	171.5	142,9	103,9	1455.5	642.7
1962-73	71.2	48.2	132,7	91.2	77.2	959.3	405.8
1962-74	27,5	40.3	62.2	38.4	36.3	625.6	246,5
1962-75	69,4	47.0	112.2	87.4	96.8	1156,7	500.1
TarifMajemuk Tahunan Rata-rata	3.8	2.8	5.5	4.6	5.0	19.8	13.7

TSANGGUP 6 Pasifik Mitra, Ltd.

Indeks Tahun (%)	S&P 500	Hasil Kemitraan Terbatas	Hasil Kemitraan Secara
1965	12.4	21.2	32.0
1966	-10,1	24.5	36.7
1967	23.9	120.1	180.1
1968	11.0	114.6	171.9
1969	-8.4	64.7	97.1
1970	3.9	-7.2	-7.2
1971	14.6	10.9	16.4
1972	18.9	12.8	17.1
1973	-14.8	-42.1	-42.1
1974	-26.4	-34.4	-34.4
1975	37.2	23.4	31.2
1976	23.6	127.8	127.8
1977	-7.4	20.3	27.1
1978	6.4	28.4	37.9
1979	18.2	36.1	48.2
1980	32.3	18.1	24.1
1981	-5.0	6.0	8.0
1982	21.4	24.0	32.0
1983	22.4	18.6	24.8
Keuntungan majemuk 19 tahun Standard & Poor			316,4%
Mitra Terbatas, keuntungan majemuk 19 tahun			5.530,2%
Kemitraan Keseluruhan 19 tahun keuntungan majemuk			22.200,0%
Tarif majemuk tahunan Standard & Poor's 19 tahun			7.8%
Mitra Terbatas 19 tahun tarif majemuk tahunan			23.6%
Keseluruhan Kemitraan 19 tahun tingkat bunga majemuk			32,9%

TSANGGUP 7 Perlmeter Investasi

PIL Terbatas

Tahun Keseluruhan (%) Mitra (%)

8/1–12/31/65 40,6 32,5

1966 6.4 5.1

1967 73,5 58,8

1968 65,0 52,0

1969 -13,8 -13,8

1970 -6,0 -6,0

1971 55,7 49,3

1972 23,6 18,9

1973 -28,1 -28,1

1974 -12,0 -12,0

1975 38,5 38,5

1/1–10/31/76 38,2 34,5

11/1/76-10/31/77 30,3 25,5

11/1/77-10/31/78 31,8 26,6

11/1/78–1/31/79 34,7 28,9

11/1/79-10/31/80 41,8 34,7

11/1/80-10/31/81 4,0 3,3

11/1/81-10/31/82 29,8 25,4

11/1/82-10/31/83 22,2 18,4

Total Persentase Perolehan Kemitraan 8/1/65 hingga 31/10/83 4277,2% Mitra Terbatas

Persentase Keuntungan 8/1/65 hingga 10/31/83 2309,5% Tingkat Majemuk Tahunan dari

Keuntungan Keseluruhan Kemitraan 23,0% Tingkat Majemuk Tahunan dari Keuntungan

Mitra Terbatas 19,0% Rata-Rata Industri Dow Jones 31/7/65 (Perkiraan) 882

Rata-Rata Industri Dow Jones 31/10/83 (Perkiraan) 1225

Perkiraan Tingkat Majemuk Keuntungan DJI termasuk dividen 7%

TSANGGUP 8 Itu Washington Pos Perusahaan, Menguasai Tkarat, Desember 31, 1983

	Kuartal Berjalan Tahun Berakhir		2 Tahun Berakhir*		3 Tahun Berakhir*		5 Tahun Berakhir*			
	% Ret.	Pangka	% Ret.	Pangk	% Ret.	Pangk	% Ret.	Pangka	% Ret.	Pang
Semua Investasi										
Manajer A	4.1	2	22.5	10	20.6	40	18.0	10	20.2	3
Manajer B	3.2	4	34.1	1	33.0	1	28.2	1	22.6	1
Manajer C	5.4	1	22.2	11	28.4	3	24.5	1	—	—
Master Trust (Semua Manajer)	3.9	1	28.1	1	28.2	1	24.3	1	21.8	1
Saham biasa										
Manajer A	5.2	1	32.1	9	26.1	27	21.2	11	26.5	7
Manajer B	3.6	5	52.9	1	46.2	1	37.8	1	29.3	3
Manajer C	6.2	1	29.3	14	30.8	10	29.3	3	—	—
Master Trust (Semua Manajer)	4.7	1	41.2	1	37.0	1	30.4	1	27.6	1
Obligasi										
Manajer A	2.7	8	17.0	1	26.6	1	19.0	1	12.2	2
Manajer B	1.6	46	7.6	48	18.3	53	12.7	84	7.4	86
Manajer C	3.2	4	10.4	9	24.0	3	18.9	1	—	—
Master Trust (Semua Manajer)	2.2	11	9.7	14	21.1	14	15.2	24	9.3	30
Obligasi & Setara Kas										
Manajer A	2.5	15	12.0	5	16.1	64	15.5	21	12.9	9
Manajer B	2.1	28	9.2	29	17.1	47	14.7	41	10.8	44
Manajer C	3.1	6	10.2	17	22.0	2	21.6	1	—	—
Master Trust (Semua Manajer)	2.4	14	10.2	17	17.8	20	16.2	2	12.5	9

* Disetahunkan

Peringkat menunjukkan kinerja dana terhadap alam semesta AC Becker.

Peringkat dinyatakan sebagai persentil: 1 = kinerja terbaik, 100 = terburuk.

TSANGGUP 9 FMC Perusahaan Pensiun Dana, Tahunan Kecepatan dari Kembali (Persen)

Periode berakhir	1 tahun	2 tahun	3 tahun	4 tahun	5 tahun	6 tahun	7 tahun	8 tahun	9
FMC (Gabungan Obligasi dan Ekuitas)									
1983	23.0								*17.1
1982	22.8	13.6	16.0	16.6	15.5	12.3	13.9	16.3	
1981	5.4	13.0	15.3	13.8	10.5	12.6	15.4		
1980	21.0	19.7	16.8	11.7	14.0	17.3			
1979	18.4	14.7	8.7	12.3	16,5				
1978	11.2	4.2	10.4	16.1					
1977	-2.3	9.8	17.8						
1976	23.8	29.3							
1975	35.0								* 18.5 dari hanya ekuitas
Median rencana besar Becker									
1983	15.6								12.6
1982	21.4	11.2	13.9	13.9	12.5	9.7	10.9	12.3	
1981	1.2	10.8	11.9	10.3	7.7	8.9	10.9		
1980	20.9	tida	tida	tida	10.8	tida			
1979	13.7	tida	tida	tida	11.1				
1978	6.5	tida	tida	tida					
1977	-3.3	tida	tida						
1976	17.0	tida							
1975	24.1								

TSANGGUP 9 FMC Perusahaan Pensiun Dana, Tahunan Kecepatan dari Kembali (Persen) (lanjutan)

Periode berakhir	1 tahun	2 tahun	3 tahun	4 tahun	5 tahun	6 tahun	7 tahun	8 tahun	9
S&P 500									
1983	22.8								15.6
1982	21.5	7.3	15.1	16.0	14.0	10.2	12.0	14.9	
1981	-5.0	12.0	14.2	12.2	8.1	10.5	14.0		
1980	32.5	25.3	18.7	11.7	14.0	17.5			
1979	18.6	12.4	5.5	9.8	14.8				
1978	6.6	-0.8	6.8	13.7					
1977	7.7	6.9	16.1						
1976	23.7	30.3							
1975	37.2								

2. Aturan Penting Tentang Kena Pajak atas Investasi Transaksi Pendapatan dan Keamanan (tahun 1972)

Catatan editor: Karena perubahan ekstensif dalam aturan yang mengatur transaksi tersebut, dokumen berikut disajikan di sini hanya untuk tujuan historis. Ketika pertama kali ditulis oleh Benjamin Graham pada tahun 1972, semua informasi di dalamnya adalah benar. Namun, perkembangan intervensi telah membuat dokumen ini tidak akurat untuk tujuan hari ini. Mengikuti Apendiks 2 asli Graham adalah versi “Dasar-dasar Perpajakan Investasi” yang direvisi dan diperbarui, yang membawa pembaca mengetahui peraturan yang relevan.

Aturan 1—Bunga dan Dividen

Bunga dan dividen dikenakan pajak sebagai pendapatan biasa kecuali (a) pendapatan yang diterima dari negara bagian, kotamadya, dan kewajiban serupa, yang bebas dari pajak Federal tetapi dapat dikenakan pajak negara bagian, (b) dividen yang mewakili pengembalian modal, (c) dividen tertentu yang dibayarkan oleh perusahaan investasi (lihat di bawah), dan (d) \$100 pertama dari dividen perusahaan domestik biasa.

Aturan 2—Keuntungan dan Kerugian Modal

Keuntungan dan kerugian modal jangka pendek digabungkan untuk mendapatkan keuntungan atau kerugian modal jangka pendek bersih. Keuntungan dan kerugian modal jangka panjang digabungkan untuk mendapatkan keuntungan atau kerugian modal jangka panjang bersih. Jika keuntungan modal bersih jangka pendek melebihi kerugian modal bersih jangka panjang, 100 persen dari kelebihan tersebut harus dimasukkan dalam pendapatan. Pajak maksimum di atasnya adalah 25% hingga \$50.000 dari keuntungan tersebut dan 35% pada saldo.

Kerugian modal bersih (jumlah yang melebihi keuntungan modal) dapat dikurangkan dari pendapatan biasa hingga maksimum \$1.000 pada tahun berjalan dan setiap lima tahun ke depan. Atau, kerugian yang tidak terpakai dapat diterapkan setiap saat untuk mengimbangi keuntungan modal. (Pembawaan kerugian yang diambil sebelum tahun 1970 diperlakukan lebih bebas daripada kerugian kemudian.)

Catatan Tentang “Perusahaan Investasi Teregulasi”

Sebagian besar dana investasi (“perusahaan investasi”) memanfaatkan ketentuan khusus undang-undang perpajakan, yang memungkinkan mereka untuk menjadi

dikenakan pajak secara substansial sebagai kemitraan. Jadi, jika mereka menghasilkan keuntungan keamanan jangka panjang, mereka dapat mendistribusikannya sebagai "dividen capital gain," yang dilaporkan oleh pemegang saham mereka dengan cara yang sama seperti keuntungan jangka panjang. Ini membawa tarif pajak yang lebih rendah daripada dividen biasa. Sebagai alternatif, perusahaan tersebut dapat memilih untuk membayar pajak 25% untuk rekening pemegang sahamnya dan kemudian mempertahankan saldo keuntungan modal tanpa mendistribusikannya sebagai dividen keuntungan modal.

3. Dasar-dasar Perpajakan Investasi (Diperbarui sejak 2003)

Bunga dan Dividen

Bunga dan dividen dikenakan pajak dengan tarif pajak penghasilan biasa Anda kecuali (a) bunga yang diterima dari obligasi daerah, yang bebas dari pajak penghasilan Federal tetapi dapat dikenakan pajak negara bagian, (b) dividen yang mewakili pengembalian modal, dan (c) distribusi keuntungan modal jangka panjang yang dibayar oleh reksa dana (lihat di bawah). Obligasi kota kegiatan swasta, bahkan dalam reksa dana, dapat dikenakan pajak minimum alternatif Federal.

Keuntungan dan Kerugian Modal

Keuntungan dan kerugian modal jangka pendek digabungkan untuk mendapatkan keuntungan atau kerugian modal jangka pendek bersih. Keuntungan dan kerugian modal jangka panjang digabungkan untuk menentukan keuntungan atau kerugian modal jangka panjang bersih Anda. Jika keuntungan modal bersih jangka pendek Anda melebihi kerugian modal bersih jangka panjang, kelebihan itu dihitung sebagai pendapatan biasa. Jika ada keuntungan modal jangka panjang bersih, itu dikenakan pajak pada tingkat keuntungan modal yang menguntungkan, umumnya 20%—yang akan turun menjadi 18% untuk investasi yang dibeli setelah 31 Desember, 2000, dan diadakan selama lebih dari lima tahun.

Kerugian modal bersih dapat dikurangkan dari pendapatan biasa hingga maksimum \$3.000 pada tahun berjalan. Kerugian modal yang melebihi

\$3.000 dapat diterapkan di tahun pajak berikutnya untuk mengimbangi keuntungan modal di masa depan.

Reksa dana

Sebagai “perusahaan investasi yang diatur”, hampir semua reksa dana memanfaatkan ketentuan khusus undang-undang perpajakan yang membebaskan mereka dari

pajak pendapatan perusahaan. Setelah menjual kepemilikan jangka panjang, reksa dana dapat mendistribusikan keuntungan sebagai "dividen capital gain," yang pemegang saham mereka memperlakukan sebagai keuntungan jangka panjang. Ini dikenakan pajak dengan tarif yang lebih rendah (umumnya 20%) daripada dividen biasa (hingga 39%). Anda biasanya harus menghindari melakukan investasi baru yang besar selama kuartal keempat setiap tahun, ketika distribusi keuntungan modal ini biasanya didistribusikan; jika tidak, Anda akan dikenakan pajak untuk keuntungan yang diperoleh dari dana tersebut bahkan sebelum Anda memilikinya.

4. Spekulasi Baru di Saham Biasa¹

Apa yang harus saya katakan akan mencerminkan pengalaman bertahun-tahun di Wall Street, dengan berbagai pengalaman yang menyertainya. Ini termasuk kemunculan berulang dari kondisi baru, atau suasana baru, yang menantang nilai pengalaman itu sendiri. Memang benar bahwa salah satu elemen yang membedakan analisis ekonomi, keuangan, dan keamanan dari disiplin praktis lainnya adalah validitas yang tidak pasti dari fenomena masa lalu sebagai panduan untuk masa kini dan masa depan. Namun kita tidak berhak menolak pelajaran dari masa lalu sampai kita setidaknya mempelajari dan memahaminya. Pidato saya hari ini adalah upaya menuju pemahaman semacam itu dalam bidang terbatas—khususnya, upaya untuk menunjukkan beberapa hubungan yang kontras antara masa kini dan masa lalu dalam sikap mendasar kita terhadap investasi dan spekulasi di saham biasa.

Mari saya mulai dengan ringkasan tesis saya. Di masa lalu elemen spekulatif dari saham biasa berada hampir secara eksklusif di perusahaan itu sendiri; mereka disebabkan oleh ketidakpastian, atau elemen yang berfluktuasi, atau kelemahan mutlak dalam industri, atau pengaturan individu perusahaan. Unsur-unsur spekulasi ini tentu saja masih ada; tetapi dapat dikatakan bahwa mereka telah dikurangi secara wajar oleh sejumlah perkembangan jangka panjang yang akan saya rujuk. Namun sebagai balas dendam, elemen spekulasi baru dan utama telah diperkenalkan ke arena saham biasa dari luar perusahaan. Itu datang dari sikap dan sudut pandang publik yang membeli saham dan para penasihat mereka—terutama kami

para analis keamanan. Sikap ini dapat digambarkan dalam sebuah frase: penekanan utama pada harapan masa depan.

Tidak ada yang tampak lebih logis dan alami bagi audiens ini selain gagasan bahwa saham biasa harus dinilai dan dihargai

terutama atas dasar kinerja masa depan yang diharapkan perusahaan. Namun konsep yang tampak sederhana ini membawa sejumlah paradoks dan jebakan. Untuk satu hal, itu melenyapkan sebagian besar perbedaan yang lebih tua dan mapan antara investasi dan spekulasi. Kamus mengatakan bahwa "berspekulasi" berasal dari bahasa Latin "spekula," pengintai. Jadi spekulantlah yang melihat keluar dan melihat perkembangan masa depan datang sebelum orang lain melakukannya. Tetapi hari ini, jika investor itu cerdik atau diberi nasihat yang baik, dia juga harus melihat masa depan, atau lebih tepatnya dia melakukan pengintaian umum di mana dia bergesekan dengan spekulan.

Kedua, kami menemukan bahwa, sebagian besar, perusahaan dengan karakteristik investasi terbaik—yaitu, peringkat kredit terbaik—adalah perusahaan yang cenderung menarik minat spekulatif terbesar dalam saham biasa mereka, karena semua orang berasumsi bahwa mereka dijamin mendapatkan keuntungan yang brilian. masa depan. Ketiga, konsep prospek masa depan, dan khususnya pertumbuhan berkelanjutan di masa depan, mengundang penerapan rumus dari matematika yang lebih tinggi untuk menetapkan nilai sekarang dari masalah yang disukai. Tetapi kombinasi rumus yang tepat dengan asumsi yang sangat tidak tepat dapat digunakan untuk menetapkan, atau lebih tepatnya untuk membenarkan, secara praktis nilai apa pun yang diinginkan seseorang, betapapun tingginya, untuk masalah yang benar-benar luar biasa. Tetapi, secara paradoks, fakta itu pada pemeriksaan yang cermat akan terlihat menyiratkan bahwa tidak ada satu nilai pun, atau rentang nilai yang secara wajar menyempit, dapat diandalkan untuk membangun dan mempertahankan dirinya sendiri untuk perusahaan yang sedang berkembang; maka kadang-kadang pasar mungkin menilai komponen pertumbuhan pada angka yang sangat rendah.

Kembali ke perbedaan saya antara elemen spekulatif yang lebih tua dan yang lebih baru dalam saham biasa, kita mungkin mengkarakterisasi mereka dengan dua kata yang aneh tapi nyaman, yaitu: endogen dan eksogen. Izinkan saya mengilustrasikan secara singkat saham biasa spekulatif masa lalu, yang dibedakan dari saham investasi, dengan beberapa data yang berkaitan dengan American Can dan Pennsylvania Railroad pada tahun 1911–1913. (Ini muncul dalam Benjamin Graham dan David L. Dodd, *Security Analysis*, McGraw-Hill, 1940, hlm. 2-3.)

Dalam tiga tahun itu kisaran harga "Pennsy" hanya bergerak antara 53 dan 65, atau antara 12,2 dan 15 kali pendapatan rata-rata untuk periode tersebut. Itu menunjukkan keuntungan yang stabil, membayar dengan andal

\$ 3 dividen, dan investor yakin bahwa itu didukung oleh aset berwujud lebih dari \$ 50. Sebaliknya, harga Amer-

ican Can berkisar antara 9 dan 47; pendapatannya antara 7 sen dan \$8,86; rasio harga terhadap pendapatan rata-rata tiga tahun bergerak antara 1,9 kali dan 10 kali; itu tidak membayar dividen sama sekali; dan investor yang cangguh sangat menyadari bahwa nilai nominal \$100 dari saham biasa tidak mewakili apa pun kecuali "air" yang tidak diungkapkan, karena penerbitan yang disukai melebihi aset berwujud yang tersedia untuk itu. Jadi American Can Common adalah masalah spekulatif yang representatif, karena American Can Company saat itu merupakan perusahaan yang dikapitalisasi secara spekulatif dalam industri yang berfluktuasi dan tidak pasti. Sebenarnya, American Can memiliki masa depan jangka panjang yang jauh lebih cemerlang daripada Pennsylvania Railroad; tetapi fakta ini tidak hanya tidak dicurigai oleh investor atau spekulasi pada masa itu,

Sekarang, untuk memaparkan Anda pada perkembangan melalui waktu tentang pentingnya prospek jangka panjang untuk investasi. Saya ingin menggunakan sebagai contoh perusahaan industri raksasa kita yang paling spektakuler—tidak lain adalah International Business Machines, yang tahun lalu memasuki kelompok kecil perusahaan dengan penjualan \$1 miliar. Bolehkah saya memperkenalkan satu atau dua catatan otobiografi di sini, untuk menyuntikkan sedikit sentuhan pribadi ke dalam apa yang sebaliknya akan menjadi tamasya ke tokoh-tokoh dingin? Pada tahun 1912 saya telah meninggalkan kuliah selama satu periode untuk mengambil alih proyek penelitian untuk US Express Company. Kami berangkat untuk mencari pengaruh pada pendapatan dari sistem baru yang revolusioner untuk menghitung tarif ekspres. Untuk tujuan ini kami menggunakan apa yang disebut mesin Hollerith, yang disewa oleh Perusahaan Computing-Tabulating-Recording. Mereka terdiri dari pukulan kartu, penyortir kartu, dan tabulator—alat yang hampir tidak dikenal oleh pengusaha, dan memiliki aplikasi utama di Biro Sensus. Saya memasuki Wall Street pada tahun 1914, dan tahun berikutnya obligasi dan saham biasa C.-T.-R. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek New York. Yah, saya memiliki semacam minat sentimental dalam perusahaan itu, dan selain itu saya menganggap diri saya semacam ahli teknologi pada produk mereka, menjadi salah satu dari sedikit orang keuangan yang telah melihat dan menggunakannya. Jadi pada awal tahun 1916 saya menemui kepala firma saya, yang dikenal sebagai Mr. AN, dan menunjukkan kepadanya bahwa C.-T.-R. saham dijual di pertengahan 40-an (untuk

105.000 saham); bahwa ia telah memperoleh \$6,50 pada tahun 1915; bahwa nilai bukunya— dan tahun berikutnya obligasi dan saham biasa C.-T.-R. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek New York. Yah, saya memiliki semacam minat sentimental dalam perusahaan itu, dan selain itu saya menganggap diri saya semacam ahli teknologi pada produk mereka, menjadi salah satu dari sedikit orang keuangan yang telah melihat dan menggunakannya. Jadi pada awal tahun 1916 saya menemui kepala firma saya, yang dikenal sebagai Mr. AN, dan menunjukkan kepadanya bahwa C.-T.-R. saham dijual di pertengahan 40-an (untuk 105.000 saham); bahwa ia telah memperoleh \$6,50 pada tahun 1915; bahwa nilai bukunya— dan tahun berikutnya obligasi dan saham biasa C.-T.-R. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek New York. Yah, saya memiliki semacam minat sentimental dalam perusahaan itu, dan selain itu saya menganggap diri saya semacam ahli teknologi pada produk mereka, menjadi salah satu dari sedikit orang keuangan yang telah melihat dan menggunakannya. Jadi pada awal tahun 1916 saya menemui kepala firma saya, yang dikenal sebagai Mr. AN, dan menunjukkan kepadanya bahwa C.-T.-R. saham dijual di pertengahan 40-an (untuk 105.000 saham); bahwa ia telah memperoleh \$6,50 pada tahun 1915; bahwa nilai bukunya— menjadi salah satu dari sedikit orang keuangan yang telah melihat dan menggunakannya. Jadi pada awal tahun 1916 saya menemui kepala firma saya, yang dikenal sebagai Mr. AN, dan menunjukkan kepadanya bahwa C.-T.-R. saham dijual di pertengahan 40-an (untuk 105.000 saham); bahwa ia telah memperoleh \$6,50 pada tahun 1915; bahwa nilai bukunya— menjadi salah satu dari sedikit orang keuangan yang telah melihat dan menggunakannya. Jadi pada awal tahun 1916 saya menemui kepala firma saya, yang dikenal sebagai Mr. AN, dan menunjukkan kepadanya bahwa C.-T.-R. saham dijual di pertengahan 40-an (untuk 105.000 saham); bahwa ia telah memperoleh \$6,50 pada tahun 1915; bahwa nilai bukunya—

termasuk, tentunya, beberapa nonsegregated intangibles—adalah \$130; bahwa itu telah memulai dividen \$3; dan bahwa saya sangat memikirkan produk dan prospek perusahaan. Pak AN menatapku dengan kasihan. "Ben," katanya, "jangan sebut perusahaan itu lagi padaku. Saya tidak akan menyentuhnya dengan tiang setinggi sepuluh kaki. [Ekspresi favoritnya.] Obligasi 6 persennya dijual di tahun 80-an yang rendah dan itu tidak bagus. Jadi bagaimana sahamnya bisa bagus? Semua orang tahu tidak ada apa pun di baliknya selain air." (Glosarium: Pada masa itu, itu adalah penghukuman yang paling akhir. Itu berarti bahwa akun aset dalam neraca adalah fiktif. Banyak perusahaan industri—terutama US Steel—walaupun nominal \$100 mereka, tidak mewakili apa pun kecuali air, tersembunyi dalam catatan tertulis. akun pabrik Karena mereka "tidak memiliki apa-apa" untuk mendukung mereka selain mendapatkan kekuatan dan prospek masa depan,

Saya kembali ke cubbyhole ahli statistik saya, seorang pemuda yang ditegur. Pak AN tidak hanya berpengalaman dan sukses, tetapi juga sangat lihai. Saya sangat terkesan dengan kecamannya terhadap Computing-Tabulating-Recording sehingga saya tidak pernah membeli bagiannya dalam hidup saya, bahkan setelah namanya diubah menjadi International Business Machines pada tahun 1926.

Sekarang mari kita lihat perusahaan yang sama dengan nama barunya pada tahun 1926, tahun pasar saham yang cukup tinggi. Pada saat itu pertama kali mengungkapkan item niat baik di neraca, dalam jumlah yang agak besar yaitu \$13,6 juta. AN benar. Praktis setiap dolar dari apa yang disebut ekuitas di belakang umum pada tahun 1915 tidak lain adalah air. Namun, sejak saat itu perusahaan telah membuat rekor yang mengesankan di bawah arahan TL Watson, Sr. Net telah meningkat dari \$691.000 menjadi \$3,7 juta—lebih dari lima kali lipat—persentasi keuntungan yang lebih besar daripada yang diperoleh dalam periode sebelas tahun berikutnya. . Itu telah membangun ekuitas nyata yang bagus untuk umum, dan telah membaginya 3,6 untuk satu. Itu telah menetapkan tingkat dividen \$3 untuk saham baru, sementara pendapatannya adalah \$6,39. Anda mungkin mengira pasar saham tahun 1926 cukup antusias dengan perusahaan dengan sejarah pertumbuhan seperti itu dan posisi perdagangan yang begitu kuat. Mari kita lihat. Kisaran harga untuk tahun itu adalah 31 rendah, 59 tinggi. Pada rata-rata 45 itu menjual dengan pengganda pendapatan 7 kali yang sama dan hasil dividen 6,7 persen yang sama seperti yang dilakukan pada

tahun 1915. Pada titik terendah 31, itu tidak jauh melebihi nilai buku berwujudnya. , dan dalam hal itu harganya jauh lebih konservatif daripada sebelas tahun sebelumnya.

Data ini menggambarkan, sebaik apa pun, kegigihan sudut pandang investasi lama hingga tahun-tahun puncak pasar bull tahun 1920-an. Apa yang telah terjadi sejak itu dapat diringkas dengan menggunakan interval sepuluh tahun dalam sejarah IBM. Di 1936 net diperluas menjadi dua kali lipat angka 1926, dan rata-rata pengganda naik dari 7 menjadi 17%. Dari tahun 1936 hingga 1946 keuntungannya adalah 2½kali, tetapi pengganda rata-rata pada tahun 1946 tetap di 17%.Kemudian langkahnya dipercepat. Jaring 1956 hampir 4 kali lipat dari 1946, dan pengganda rata-rata naik menjadi 32%. Tahun lalu, dengan keuntungan bersih lebih lanjut, pengganda naik lagi menjadi rata-rata 42, jika kita tidak menghitung ekuitas yang tidak dikonsolidasikan di anak perusahaan asing.

Ketika kita memeriksa angka-angka harga baru-baru ini dengan hati-hati, kita melihat beberapa analogi dan kontras yang menarik dengan empat puluh tahun sebelumnya. Air skandal satu kali, yang begitu lazim di neraca perusahaan industri, semuanya telah diperas — pertama dengan pengungkapan dan kemudian dengan penghapusan. Tetapi jenis air yang berbeda telah dimasukkan kembali ke dalam penilaian oleh pasar saham—oleh investor dan spekulan sendiri. Ketika IBM sekarang menjual 7 kali nilai bukunya, bukannya 7 kali pendapatan, efeknya praktis sama seperti tidak memiliki nilai buku sama sekali. Atau bagian nilai buku yang kecil dapat dianggap sebagai semacam komponen saham preferen minor dari harga, sisanya mewakili komitmen yang persis sama seperti yang dibuat oleh spekulan lama ketika dia membeli Woolworth atau US

Perlu dicatat, secara sepintas, bahwa dalam tiga puluh tahun ketika IBM berubah dari perusahaan dengan pendapatan 7 kali lipat menjadi perusahaan dengan pendapatan 40 kali lipat, banyak dari apa yang saya sebut sebagai aspek spekulatif endogen dari perusahaan industri besar kita, cenderung menghilang, atau setidaknya sangat berkurang. Posisi keuangan mereka kokoh, struktur modal mereka konservatif: mereka dikelola jauh lebih ahli, dan bahkan lebih jujur, daripada sebelumnya. Selain itu, persyaratan pengungkapan yang lengkap telah menghilangkan salah satu elemen spekulatif penting beberapa tahun yang lalu—yang berasal dari ketidaktauan dan misteri.

Penyimpangan pribadi lain di sini. Pada tahun-tahun awal saya di Street, salah satu saham misteri favorit adalah Consolidated Gas of New York, sekarang Consolidated Edison. Itu dimiliki sebagai anak perusahaan New York Edison Company yang menguntungkan,

tetapi hanya melaporkan dividen yang diterima dari sumber ini, bukan pendapatan penuhnya. Ed-

penghasilan anak memberikan misteri dan "nilai tersembunyi." Yang mengejutkan saya, saya menemukan bahwa angka-angka diam-diam ini sebenarnya tercatat setiap tahun dengan Komisi Layanan Publik negara bagian. Itu adalah masalah sederhana untuk melihat catatan dan menyajikan pendapatan sebenarnya dari Gas Konsolidasi dalam sebuah artikel majalah. (Kebetulan, penambahan keuntungan tidak spektakuler.) Salah satu teman lama saya berkata kepada saya saat itu: "Ben, Anda mungkin berpikir Anda adalah orang yang hebat untuk memasok angka-angka yang hilang itu, tetapi Wall Street tidak akan berterima kasih untuk apa pun. Gas Konsolidasi dengan misteri lebih menarik dan lebih berharga daripada eks-misteri. Kalian anak-anak muda yang ingin terlibat dalam segala hal akan menghancurkan Wall Street."

Memang benar bahwa tiga M yang kemudian memasok begitu banyak bahan bakar ke api spekulatif sekarang telah menghilang. Ini adalah Misteri, Manipulasi, dan Margin (tipis). Tapi kami analisis keamanan sendiri telah menciptakan pendekatan penilaian yang begitu spekulatif dalam diri mereka sendiri untuk menggantikan faktor spekulatif yang lebih tua itu. Apakah kita tidak memiliki "3M" kita sendiri sekarang—tidak lain adalah Minnesota Mining and Manufacturing Company—dan bukankah saham biasa ini menggambarkan dengan sempurna spekulasi baru yang kontras dengan yang lama? Pertimbangkan beberapa gambar. Ketika MM & M. common dijual dengan harga 101 tahun lalu, pasar menilainya pada 44 kali pendapatan tahun 1956, yang kebetulan tidak menunjukkan peningkatan untuk dibicarakan pada tahun 1957. Perusahaan itu sendiri dihargai pada

\$ 1,7 miliar, di mana \$ 200 juta ditutupi oleh aset bersih, dan \$ 1 . yang keren $\frac{1}{2}$ miliar mewakili penilaian pasar atas "niat baik". Kita tidak tahu proses perhitungan yang dengannya penilaian niat baik itu tercapai; kita tahu bahwa beberapa bulan kemudian pasar merevisi penilaian ini turun sekitar \$450 juta, atau sekitar 30 persen. Jelas tidak mungkin untuk menghitung secara akurat komponen tak berwujud dari perusahaan yang luar biasa seperti ini. Ini mengikuti semacam hukum matematika bahwa semakin penting niat baik atau faktor daya produktif di masa depan semakin tidak pasti menjadi nilai sebenarnya dari perusahaan, dan karena itu lebih spekulatif secara inheren saham biasa.

Mungkin baik untuk mengenali perbedaan penting yang telah berkembang dalam penilaian faktor-faktor tidak berwujud ini, ketika

kita membandingkan masa lalu dengan hari ini. Satu generasi atau lebih yang lalu itu adalah aturan standar, diakui baik dalam harga saham rata-rata dan dalam formal atau legal

valuasi, bahwa yang tidak berwujud harus dinilai dengan dasar yang lebih konservatif daripada yang berwujud. Sebuah perusahaan industri yang baik mungkin diminta untuk memperoleh antara 6 persen dan 8 persen dari aset berwujudnya, yang biasanya diwakili oleh obligasi dan saham preferen; tetapi kelebihan pendapatannya, atau aset tak berwujud yang mereka hasilkan, akan dinilai, katakanlah, 15 persen. (Anda akan menemukan kira-kira rasio ini dalam penawaran awal saham preferen dan saham biasa Woolworth pada tahun 1911, dan banyak lainnya.) Tetapi apa yang telah terjadi sejak tahun 1920-an? Pada dasarnya kebalikan dari hubungan ini sekarang dapat dilihat. Sebuah perusahaan sekarang biasanya harus mendapatkan sekitar 10 persen dari ekuitas biasa untuk menjualnya di pasar rata-rata dengan nilai buku penuh. Tetapi kelebihan pendapatannya, di atas 10 persen dari modal, biasanya dinilai lebih bebas, atau pada pengganda yang lebih tinggi, daripada pendapatan dasar yang diperlukan untuk mendukung nilai buku di pasar. Jadi, sebuah perusahaan yang menghasilkan 15 persen dari ekuitas mungkin akan menjual dengan harga 13 $\frac{1}{2}$ kali pendapatan, atau dua kali aset bersihnya. Ini berarti bahwa 10 persen pertama yang diperoleh dari modal dinilai hanya 10 kali, tetapi 5 persen berikutnya—yang dulu disebut “kelebihan”—sebenarnya dihargai 20 kali.

Sekarang ada alasan logis untuk pembalikan ini dalam prosedur penilaian, yang terkait dengan penekanan baru pada ekspektasi pertumbuhan. Perusahaan yang memperoleh pengembalian modal yang tinggi diberikan penilaian liberal ini bukan hanya karena profitabilitas yang baik itu sendiri, dan stabilitas relatif yang terkait dengannya, tetapi mungkin bahkan lebih meyakinkan karena pendapatan modal yang tinggi umumnya berjalan seiring dengan catatan pertumbuhan yang baik dan prospek. Jadi apa yang benar-benar dibayar saat ini dalam kasus perusahaan yang sangat menguntungkan bukanlah niat baik dalam pengertian lama dan terbatas dari nama mapan dan bisnis yang menguntungkan, melainkan ekspektasi superior yang mereka asumsikan akan peningkatan keuntungan di masa depan.

Ini membawa saya ke satu atau dua aspek matematika tambahan dari sikap baru terhadap penilaian saham biasa, yang akan saya sentuh hanya dalam bentuk saran singkat. Jika, seperti yang ditunjukkan oleh banyak tes, pengganda pendapatan cenderung meningkat seiring dengan profitabilitas—yaitu, ketika tingkat

pengembalian atas nilai buku meningkat—maka konsekuensi aritmatika dari fitur ini adalah bahwa nilai cenderung meningkat secara langsung sebagai kuadrat dari pendapatan, , tetapi berbanding terbalik dengan nilai buku. Jadi dalam arti penting dan sangat nyata aset berwujud telah menjadi hambatan nilai pasar rata-rata daripada sumber

daripadanya. Ambillah ilustrasi yang jauh dari ekstrim. Jika Perusahaan A memperoleh \$4 per saham pada nilai buku \$20, dan Perusahaan B juga \$4 per saham pada

Nilai buku \$100, Perusahaan A hampir pasti akan menjual dengan pengganda yang lebih tinggi, dan karenanya pada harga yang lebih tinggi daripada Perusahaan B—katakanlah \$60 untuk saham Perusahaan A dan \$35 untuk saham Perusahaan B. Oleh karena itu, tidaklah tepat untuk menyatakan bahwa \$80 per saham dari aset yang lebih besar untuk Perusahaan B bertanggung jawab atas harga pasar yang lebih rendah sebesar \$25 per saham, karena laba per saham diasumsikan sama.

Tetapi yang lebih penting dari yang disebutkan di atas adalah hubungan umum antara matematika dan pendekatan baru terhadap nilai saham. Mengingat tiga unsur dari (a) asumsi optimis mengenai tingkat pertumbuhan pendapatan, (b) proyeksi yang cukup panjang dari pertumbuhan ini ke masa depan, dan (c) cara kerja bunga majemuk yang menakutkan—lo! analisis keamanan dilengkapi dengan batu filosof jenis baru yang dapat menghasilkan atau membenarkan penilaian apa pun yang diinginkan untuk "saham yang benar-benar bagus". Saya telah berkomentar dalam artikel baru-baru ini di Jurnal Analisis tentang mode matematika yang lebih tinggi di pasar bull, dan mengutip eksposisi David Durand tentang analogi mencolok antara perhitungan nilai saham pertumbuhan dan Paradoks Petersburg yang terkenal, yang telah menantang dan membingungkan matematikawan selama lebih dari dua ratus tahun. Poin yang ingin saya sampaikan di sini adalah bahwa ada paradoks khusus dalam hubungan antara matematika dan sikap investasi pada saham biasa, yaitu: Matematika biasanya dianggap menghasilkan hasil yang tepat dan dapat diandalkan; tetapi di pasar saham, semakin rumit dan sulit dipahami matematikanya, semakin tidak pasti dan spekulatif kesimpulan yang kita tarik darinya. Dalam empat puluh empat tahun pengalaman dan studi di Wall Street, saya belum pernah melihat perhitungan yang dapat diandalkan tentang nilai saham biasa, atau kebijakan investasi terkait, yang melampaui aritmatika sederhana atau aljabar paling dasar. Kapan pun kalkulus dibawa, atau aljabar yang lebih tinggi, Anda dapat menganggapnya sebagai sinyal peringatan bahwa operator mencoba menggantikan teori dengan pengalaman, dan biasanya juga memberikan spekulasi kedok investasi yang menipu.

Ide-ide lama tentang investasi saham biasa mungkin tampak cukup naif bagi analis keamanan canggih saat ini. Penekanan besar selalu pada apa yang sekarang kita sebut sebagai aspek defensif perusahaan atau masalah—terutama jaminan bahwa dividennya akan terus berkurang di masa-masa sulit. Dengan demikian rel yang kuat-

jalan, yang merupakan standar investasi bersama lima puluh tahun yang lalu, sebenarnya dianggap dengan cara yang sangat mirip dengan fasilitas umum dalam beberapa tahun terakhir. Jika catatan masa lalu menunjukkan stabilitas, persyaratan utama terpenuhi; tidak terlalu banyak upaya dilakukan untuk mengantisipasi perubahan yang merugikan dari karakter yang mendasari di masa depan. Namun, sebaliknya, prospek masa depan yang sangat menguntungkan dianggap oleh investor yang cerdas sebagai sesuatu yang harus dicari tetapi tidak untuk dibayar.

Akibatnya, ini berarti bahwa investor tidak perlu membayar apa pun yang substansial untuk prospek jangka panjang yang superior. Dia mendapatkan ini, hampir tanpa biaya tambahan, sebagai hadiah atas kecerdasan dan penilaiannya yang superior dalam memilih perusahaan terbaik daripada sekadar perusahaan bagus. Untuk saham biasa dengan kekuatan finansial yang sama, rekor pendapatan masa lalu, dan stabilitas dividen semuanya dijual dengan hasil dividen yang hampir sama.

Ini memang sudut pandang yang picik, tetapi memiliki keuntungan besar membuat investasi saham biasa di masa lalu tidak hanya sederhana tetapi juga pada dasarnya sehat dan sangat menguntungkan. Izinkan saya kembali untuk terakhir kalinya ke catatan pribadi. Di suatu tempat sekitar tahun 1920 perusahaan kami mendistribusikan serangkaian pamflet kecil berjudul Pelajaran untuk Investor. Tentu saja dibutuhkan seorang analis yang kurang ajar berusia pertengahan dua puluhan seperti saya untuk mendapatkan gelar yang begitu sombong dan lancang. Tapi di salah satu koran saya membuat pernyataan santai bahwa "jika saham biasa adalah investasi yang baik, itu juga merupakan spekulasi yang bagus." Karena, alasan saya, jika saham biasa begitu sehat sehingga membawa risiko kerugian yang sangat kecil, biasanya saham itu harus sangat bagus sehingga memiliki peluang bagus untuk keuntungan di masa depan. Sekarang ini adalah penemuan yang sangat benar dan bahkan berharga, tapi itu benar hanya karena tidak ada yang memperhatikannya. Beberapa tahun kemudian, ketika publik menyadari manfaat historis dari saham biasa sebagai investasi jangka panjang, mereka segera tidak lagi memiliki manfaat seperti itu, karena antusiasme publik menciptakan tingkat harga yang membuat mereka kehilangan margin keamanan bawaan mereka, dan dengan demikian mengusir mereka dari kelas investasi. Kemudian, tentu saja, pendulum berayun ke ekstrem yang lain, dan kami segera melihat

salah satu otoritas yang paling dihormati menyatakan (pada tahun 1931) bahwa tidak ada saham biasa yang bisa menjadi investasi. dan dengan demikian mengusir mereka dari kelas investasi. Kemudian, tentu saja, pendulum berayun ke ekstrem yang lain, dan kami segera melihat salah satu otoritas yang paling dihormati menyatakan (pada tahun 1931) bahwa tidak ada saham biasa yang bisa menjadi investasi. dan dengan demikian mengusir mereka dari kelas investasi. Kemudian, tentu saja, pendulum berayun ke ekstrem yang lain, dan kami segera melihat salah satu otoritas yang paling dihormati menyatakan (pada tahun 1931) bahwa tidak ada saham biasa yang bisa menjadi investasi.

Ketika kita melihat pengalaman jangka panjang ini dalam perspektif, kita menemukan serangkaian paradoks lain dalam sikap investor yang berubah terhadap keuntungan modal sebagai kontras dengan pendapatan. Tampaknya sebuah kebenaran

untuk mengatakan bahwa investor saham biasa tidak terlalu tertarik pada keuntungan modal. Dia membeli hampir seluruhnya untuk keamanan dan pendapatan, dan membiarkan spekulasi menyibukkan diri dengan apresiasi harga. Hari ini kita cenderung mengatakan bahwa semakin berpengalaman dan cerdik investor, semakin sedikit perhatian yang dia berikan pada pengembalian dividen, dan semakin banyak minatnya berpusat pada apresiasi jangka panjang. Namun orang mungkin berargumentasi, secara terbalik, bahwa justru karena investor lama tidak berkonsentrasi pada apresiasi modal di masa depan, dia sebenarnya menjamin pada dirinya sendiri bahwa dia akan memilikinya, setidaknya di bidang saham industri. Dan, sebaliknya, investor saat ini begitu peduli denganantisipasi masa depan sehingga dia sudah membayar mahal untuk itu di muka. Dengan demikian, apa yang telah ia proyeksikan dengan begitu banyak studi dan perhatian dapat benar-benar terjadi dan tetap tidak mendatangkan keuntungan apa pun baginya. Jika hal itu gagal terwujud pada tingkat yang diharapkan, dia mungkin sebenarnya menghadapi kerugian sementara yang serius dan bahkan mungkin permanen.

Pelajaran apa—sekali lagi dengan menggunakan judul pamflet tahun 1920 saya yang megah—dapat dipelajari oleh analis tahun 1958 dari hubungan masa lalu dengan sikap saat ini? Tidak banyak nilai, salah satu cenderung untuk mengatakan. Kita dapat melihat ke belakang secara nostalgia ke masa lalu yang indah ketika kita hanya membayar untuk saat ini dan tidak bisa mendapatkan masa depan secara gratis—kombinasi "semua ini dan juga Surga". Sambil menggelengkan kepala dengan sedih, kami bergumam, "Hari-hari itu telah berlalu selamanya." Bukankah investor dan analis keamanan telah memakan pohon pengetahuan tentang prospek baik dan buruk? Dengan melakukan itu, bukankah mereka secara permanen mengusir diri mereka sendiri dari Eden itu di mana saham biasa yang menjanjikan dengan harga yang wajar dapat dicabut dari semak-semak? Apakah kita ditakdirkan untuk selalu menanggung risiko membayar harga yang terlalu tinggi untuk kualitas dan prospek yang baik,

Jelas terlihat seperti itu. Namun orang tidak dapat memastikan bahkan dilema pesimistik itu. Baru-baru ini, saya melakukan sedikit riset dalam sejarah jangka panjang dari perusahaan yang menjulang tinggi itu, General Electric—didorong oleh grafik pendapatan dan dividen lima puluh sembilan tahun yang menarik yang muncul

dalam Laporan 1957 yang baru-baru ini mereka terbitkan. Angka-angka ini bukan tanpa kejutan bagi analis yang berpengetahuan luas. Untuk satu hal mereka menunjukkan bahwa sebelum tahun 1947 pertumbuhan GE cukup rendah dan tidak teratur. Laba tahun 1946, per saham yang disesuaikan, hanya 30 persen lebih tinggi daripada tahun 1902—versi 52 sen.

sus 40 sen—dan dalam satu tahun dalam periode ini pendapatan tahun 1902 meningkat dua kali lipat. Namun rasio harga-pendapatan naik dari 9 kali pada tahun 1910 dan 1916 menjadi 29 kali pada tahun 1936 dan lagi pada tahun 1946. Tentu saja, orang dapat mengatakan bahwa pengganda tahun 1946 setidaknya menunjukkan kecerdikan investor yang terkenal. Kami, para analis, dapat meramalkan periode pertumbuhan yang sangat cemerlang yang akan datang pada dekade berikutnya. Mungkin begitu. Tetapi beberapa dari Anda ingat bahwa tahun berikutnya, 1947, yang mencapai rekor tertinggi baru yang mengesankan untuk pendapatan per saham GE, juga ditandai dengan penurunan rasio harga-pendapatan yang luar biasa. Pada titik terendah 32 (sebelum perpecahan 3-untuk-1), GE benar-benar menjual lagi hanya dengan 9 kali pendapatannya saat ini dan harga rata-rata untuk tahun itu hanya sekitar 10 kali lipat pendapatan.

Pembalikan mencolok ini terjadi hanya sebelas tahun yang lalu. Ini menimbulkan sedikit keraguan dalam pikiran saya mengenai ketergantungan penuh dari kepercayaan populer di kalangan analis bahwa perusahaan terkemuka dan menjanjikan sekarang akan selalu menjual dengan rasio harga-pendapatan yang tinggi—bahwa ini adalah fakta fundamental kehidupan bagi investor dan mereka mungkin juga menerima dan menyukainya. Saya tidak punya keinginan sama sekali untuk menjadi dogmatis dalam hal ini. Yang bisa saya katakan adalah bahwa itu tidak menetap dalam pikiran saya, dan Anda masing-masing harus berusaha untuk menyelesaikannya sendiri.

Tetapi dalam sambutan penutup saya, saya dapat mengatakan sesuatu yang pasti tentang struktur pasar untuk berbagai jenis saham biasa, dalam hal investasi dan karakteristik spekulatifnya. Di masa lalu, karakter investasi saham biasa kurang lebih sama dengan, atau sebanding dengan, perusahaan itu sendiri, yang diukur dengan cukup baik oleh peringkat kreditnya. Semakin rendah imbal hasil obligasi atau pilihannya, semakin besar kemungkinan umum untuk memenuhi semua kriteria untuk investasi yang memuaskan, dan semakin kecil unsur spekulasi yang terlibat dalam pembeliannya. Hubungan ini, antara peringkat spekulatif dari saham biasa dan peringkat investasi perusahaan, dapat dinyatakan secara grafis sebagai garis lurus yang menurun dari kiri ke kanan. Tapi saat ini saya akan menggambarkan grafik sebagai berbentuk U. Di kiri, di mana perusahaan itu sendiri spekulatif dan kreditnya rendah, saham biasa tentu saja sangat spekulatif, seperti yang selalu terjadi di masa

lalu. Namun, di ekstremitas kanan, di mana perusahaan memiliki peringkat kredit tertinggi karena keduanya mencatat rekor masa lalu

dan prospek masa depan yang paling mengesankan, kami menemukan bahwa pasar saham cenderung lebih atau kurang terus menerus memperkenalkan elemen yang sangat spekulatif ke dalam saham biasa melalui cara sederhana dengan harga yang sangat tinggi untuk membawa tingkat risiko yang wajar.

Pada titik ini saya tidak dapat menahan diri untuk memperkenalkan kutipan yang secara mengejutkan relevan, jika cukup dilebih-lebihkan, tentang subjek yang saya temukan baru-baru ini di salah satu soneta Shakespeare. Bunyinya:

Apakah saya tidak melihat penghuni dalam bentuk dan bantuan?
Kehilangan semua dan lebih banyak lagi dengan
membayar terlalu banyak uang sewa?

Kembali ke grafik imajiner saya, itu akan menjadi area pusat di mana elemen spekulatif dalam pembelian saham biasa akan cenderung mencapai minimum. Di daerah ini kita dapat menemukan banyak perusahaan yang mapan dan kuat, dengan catatan pertumbuhan masa lalu yang sesuai dengan ekonomi nasional dan dengan prospek masa depan yang tampaknya memiliki karakter yang sama. Saham biasa seperti itu dapat dibeli paling banyak, kecuali di kisaran atas pasar bull, dengan harga moderat sehubungan dengan nilai intrinsik yang ditunjukkan. Faktanya, karena kecenderungan investor dan spekulan saat ini untuk berkonsentrasi pada isu-isu yang lebih glamor, saya harus mempertaruhkan pernyataan bahwa saham-saham kelas menengah ini cenderung dijual secara keseluruhan di bawah nilai yang dapat ditentukan secara independen. Dengan demikian mereka memiliki faktor margin-of-safety yang disediakan oleh preferensi dan prasangka pasar yang sama yang cenderung menghancurkan margin of safety dalam isu-isu yang lebih menjanjikan. Lebih jauh lagi, dalam beragam perusahaan ini ada banyak ruang untuk menembus analisis catatan masa lalu dan untuk membedakan pilihan di bidang prospek masa depan, yang dapat ditambahkan dengan jaminan keamanan yang lebih tinggi yang diberikan oleh diversifikasi.

Ketika Phaëthon bersikeras untuk mengemudikan kereta Matahari, ayahnya, operator berpengalaman, memberi orang baru itu beberapa nasihat yang gagal diikuti — dengan mengorbankan dirinya. Ovid menyimpulkan nasihat Phoebus Apollo dalam tiga kata:

Medius tutissimus ibis

Anda akan pergi paling aman di tengah jalan

Saya pikir prinsip ini berlaku untuk investor dan penasihat analisis keamanan mereka.

5. Sejarah Kasus: Aetna Maintenance Co.

Bagian pertama dari sejarah ini direproduksi dari edisi 1965 kami, di mana ia muncul dengan judul "Contoh yang Mengerikan." Bagian kedua merangkum metamorfosis kemudian dari perusahaan.

Kami pikir itu mungkin memiliki efek yang bermanfaat pada sikap pembaca kami di masa depan terhadap penawaran saham biasa baru jika kami mengutip satu "contoh mengerikan" di sini secara rinci. Ini diambil dari halaman pertama Standard & Poor's Stock Guide, dan menggambarkan secara ekstrim kelemahan mencolok dari flotasi 1960-1962, penilaian berlebihan yang luar biasa yang diberikan kepada mereka di pasar, dan keruntuhan berikutnya.

Pada bulan November 1961, 154.000 saham Aetna Maintenance Co. common dijual ke publik dengan harga \$9 dan harganya segera naik menjadi \$15. Sebelum pembiayaan, aset bersih per saham sekitar \$1,20, tetapi meningkat menjadi sedikit di atas \$3 per saham dengan uang yang diterima untuk saham baru.

Penjualan dan pendapatan sebelum pembiayaan adalah:

<i>Penjualan Bersih Tahun Berakhir untuk yang Diperoleh</i>			
	<i>Umum Per Saham</i>		
Juni 1961	\$3,615.000	\$187.000	\$0,69 (Juni 1960)* (1,527.000) (25.000) (0,09)
Desember 1959	2.215.000	48.000	0,17
Desember 1958	1.389.000	16.000	0,06
Desember 1957	1.083.000	21.000	0,07
Desember 1956	1.003.000	2.000	0,01

* Selama enam bulan.

Angka-angka yang sesuai setelah pembiayaan

adalah:			
Juni 1963	\$4,681.000	\$ 42.000(def.)	\$0,11 (def.)
Juni 1962	4.234.000	149.000	0,36

Pada tahun 1962 harga turun menjadi 2%, dan pada tahun 1964 dijual serendah%. Tidak ada dividen yang dibayarkan selama periode ini.

CKOMENTAR: Ini adalah bisnis yang terlalu kecil untuk partisipasi publik. Saham itu dijual—dan dibeli—berdasarkan satu tahun yang baik; hasil sebelumnya telah mencemooh. Tidak ada apa-apa di

sifat bisnis yang sangat kompetitif ini untuk memastikan stabilitas masa depan. Pada harga tinggi segera setelah penerbitan, publik yang lalai membayar lebih banyak per dolar pendapatan dan aset daripada sebagian besar perusahaan besar dan kuat kita. Contoh ini memang ekstrem, tetapi jauh dari unik; contoh-contoh penilaian yang lebih rendah, tetapi tidak dapat dimaafkan, mencapai ratusan.

Sekuel 1965–1970

Pada tahun 1965 kepentingan baru datang ke perusahaan. Bisnis pemeliharaan gedung yang tidak menguntungkan terjual habis, dan perusahaan memulai usaha yang sama sekali berbeda: membuat perangkat elektronik. Nama diubah menjadi Haydon Switch and Instrument Co. Hasil pendapatannya tidak terlalu mengesankan. Dalam lima tahun

1965-1969 perusahaan menunjukkan pendapatan rata-rata hanya 8 sen per saham "saham lama," dengan 34 sen diperoleh pada tahun terbaik, 1967. Namun, dalam gaya modern yang sebenarnya, perusahaan membagi saham 2 untuk 1 di

1968. Harga pasar juga mengikuti bentuk Wall Street. Itu maju dari pada tahun 1964 setara dengan 16½ pada tahun 1968 (setelah perpecahan). Harga tersebut kini melampaui rekor yang dibuat pada hari-hari penuh semangat tahun 1961. Kali ini overvaluation jauh lebih buruk dari sebelumnya. Saham itu sekarang dijual dengan pendapatan 52 kali lipat dari satu-satunya tahun yang baik, dan sekitar 200 kali pendapatan rata-ratanya. Juga, perusahaan kembali melaporkan defisit pada tahun dimana harga tinggi yang baru ditetapkan. Tahun berikutnya, 1969, harga penawaran turun menjadi \$1.

QUESTIONS: Apakah para idiot yang membayar \$8+ untuk saham ini pada tahun 1968 mengetahui sama sekali tentang sejarah perusahaan sebelumnya, rekor pendapatan lima tahun, nilai asetnya (sangat kecil)? Apakah mereka tahu berapa banyak—atau lebih tepatnya seberapa sedikit—yang mereka peroleh dari uang mereka? Apakah mereka peduli? Apakah ada orang di Wall Street yang bertanggung jawab sama sekali atas terulangnya spekulasi yang sama sekali tidak berotak, tersebar luas secara mengejutkan, dan bencana yang tak terhindarkan dalam kendaraan semacam ini?

6. Akuntansi Pajak untuk Akuisisi NVF atas Sharon Saham Baja

1. NVF mengakuisisi 88% saham Sharon pada tahun 1969, membayar untuk setiap saham \$70 dalam obligasi NVF 5%, jatuh tempo tahun 1994, dan waran untuk membeli $1\frac{1}{2}$

saham NVF dengan harga \$22 per saham. Nilai pasar awal obligasi tampaknya hanya 43% dari par, sedangkan waran dikutip pada \$10 per saham NVF yang terlibat. Ini berarti bahwa pemegang Sharon hanya mendapat obligasi senilai \$30 tetapi waran senilai \$15 untuk setiap saham yang diserahkan, total \$45 per saham. (Ini adalah tentang harga rata-rata Sharon pada tahun 1968, dan juga harga penutupannya untuk tahun tersebut.) Nilai buku Sharon adalah \$60 per saham. Selisih antara nilai buku ini dan nilai pasar saham Sharon berjumlah sekitar \$21 juta dari 1.415.000 saham yang diakuisisi Sharon.

2. Perlakuan akuntansi dirancang untuk mencapai tiga hal: (a) Memperlakukan penerbitan obligasi sebagai setara dengan "penjualan" obligasi tersebut pada 43, memberikan perusahaan pengurangan tahunan dari pendapatan untuk amortisasi diskon obligasi besar sebesar \$54 juta. (Sebenarnya itu akan membebankan dirinya sendiri sekitar 15% bunga tahunan atas "hasil" dari penerbitan surat utang \$99 juta.) (b) Untuk mengimbangi biaya diskon obligasi ini dengan "keuntungan" yang kira-kira sama, terdiri dari kredit ke pendapatan sepersepuluh dari perbedaan antara harga pokok 45 untuk saham Sharon dan nilai bukunya 60. (Ini akan sesuai, dengan cara terbalik, dengan praktik yang disyaratkan untuk membebankan pendapatan setiap tahun dengan bagian dari harga yang dibayarkan untuk akuisisi yang melebihi nilai buku dari aset yang diperoleh.

3. Perlakuan akuntansi ini tercermin dalam akun pendapatan konsolidasi dan neraca konsolidasi NVF untuk 1969, dan pro forma untuk 1968. Karena sebagian besar biaya saham Sharon diperlakukan sebagai dibayar dengan waran, itu perlu untuk menunjukkan nilai pasar awal waran sebagai bagian dari angka modal saham biasa. Jadi dalam kasus ini, seperti yang kita ketahui, waran diberi nilai substansial dalam neraca, yaitu \$22 juta+ (tetapi hanya dalam catatan penjelasan).

7. Perusahaan Teknologi sebagai Investasi

Dalam layanan Standard & Poor's pada pertengahan tahun 1971 tercatat sekitar 200 perusahaan dengan nama dimulai dengan Compu-, Data, Electro-, Scien-, Techno-. Sekitar setengah dari ini milik beberapa bagian dari industri komputer. Semuanya diperdagangkan di pasar atau pernah membuat aplikasi untuk menjual saham ke publik.

Sebanyak 46 perusahaan seperti itu muncul di S&P Stock Guide untuk September 1971. Dari jumlah tersebut, 26 melaporkan defisit, hanya enam yang menghasilkan lebih dari \$1 per saham, dan hanya lima yang membayar dividen.

Dalam Stock Guide Desember 1968, muncul 45 perusahaan dengan nama teknologi serupa. Menelusuri sekuel dari daftar ini, seperti yang ditunjukkan dalam Panduan September 1971, kami menemukan perkembangan berikut:

*Total Harga Turun dari
Perusahaan Maju Kurang dari Setengah Lebih dari Setengah Panduan Saham*

45 2 8 23 12

CKOMENTAR: Hampir dapat dipastikan bahwa banyak perusahaan teknologi yang tidak termasuk dalam Panduan pada tahun 1968 memiliki catatan selanjutnya yang lebih buruk daripada yang dimasukkan; juga bahwa 12 perusahaan yang dicoret dari daftar memiliki kinerja yang lebih buruk daripada yang dipertahankan. Hasil mengerikan yang ditunjukkan oleh sampel-sampel ini tidak diragukan lagi menunjukkan kualitas dan sejarah harga dari seluruh kelompok masalah "teknologi". Keberhasilan fenomenal dari IBM dan beberapa perusahaan lain pasti akan menghasilkan serentetan penawaran publik tentang isu-isu baru di bidang mereka, yang kerugian besar hampir dijamin.

Catatan akhir

Pendahuluan: Apa yang Diharapkan Buku Ini Dicapai

1. "Letter stock" adalah saham yang tidak terdaftar untuk dijual pada Securities and Exchange Commission (SEC), dan untuk itu pembeli memberikan surat yang menyatakan bahwa pembelian tersebut untuk investasi.
2. Di atas adalah angka Moody untuk obligasi AAA dan saham industri.

Bab 1. Investasi versus Spekulasi:

Hasil yang Diharapkan oleh Investor Cerdas

1. Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle, dan Charles Tatham, McGraw-Hill, ke-4. edisi, 1962. Sebuah salinan fascimile dari Security Analysis edisi 1934 diterbitkan kembali pada tahun 1996 (McGraw-Hill).
2. Ini dikutip dari Investasi dan Spekulasi, oleh Lawrence Chamberlain, diterbitkan pada tahun 1931.
3. Dalam survei yang dilakukan oleh Federal Reserve Board.
4. Edisi 1965, hal. 8.
5. Kami mengasumsikan di sini braket pajak teratas untuk investor tipikal sebesar 40%
berlaku untuk dividen dan 20% berlaku untuk keuntungan modal.

Bab 2. Investor dan Inflasi

1. Ini ditulis sebelum "pembekuan" harga dan upah Presiden Nixon pada Agustus 1971, diikuti oleh sistem kontrol "Fase 2"-nya. Perkembangan penting ini tampaknya menegaskan pandangan yang diungkapkan di atas.
2. Tingkat yang diperoleh pada indeks Standard & Poor dari 425 saham industri adalah sekitar 11½% pada nilai aset—sebagian karena dimasukkannya IBM yang besar dan sangat menguntungkan, yang bukan salah satu DJIA
30 masalah.

3. Bagan yang dikeluarkan oleh American Telephone & Telegraph pada tahun 1971 menunjukkan bahwa tarif yang dikenakan untuk layanan telepon residensial agak lebih rendah pada tahun 1970 dibandingkan pada tahun 1960.
4. Dilaporkan di Wall Street Journal, Oktober 1970.

Bab 3. Satu Abad Sejarah Pasar Saham: Tingkat Harga Saham di Awal 1972

1. Baik Standard & Poor's dan Dow Jones memiliki rata-rata terpisah untuk perusahaan utilitas umum dan transportasi (terutama kereta api). Sejak 1965 New York Stock Exchange telah menghitung indeks yang mewakili pergerakan semua saham biasa yang terdaftar.
2. Dibuat oleh Pusat Penelitian Harga Keamanan Universitas Chicago, di bawah hibah dari Yayasan Charles E. Merrill.
3. Ini pertama kali ditulis pada awal tahun 1971 dengan DJIA di 940. Pandangan sebaliknya yang dipegang secara umum di Wall Street dicontohkan dalam studi terperinci yang mencapai penilaian median 1520 untuk DJIA pada tahun 1975. Ini akan sesuai dengan nilai diskon dari , katakanlah, 1200 di pertengahan 1971. Pada bulan Maret 1972, DJIA kembali berada di 940 setelah turun menjadi 798. Sekali lagi, Graham benar. "Studi terperinci" yang dia sebutkan terlalu optimis selama satu dekade penuh: Dow Jones Industrial Average tidak ditutup di atas 1520 hingga 13 Desember 1985!

Bab 4. Kebijakan Portofolio Umum: Investor Defensif

1. Hasil bebas pajak yang lebih tinggi, dengan keamanan yang memadai, dapat diperoleh dari Obligasi Pendapatan Industri tertentu, yang relatif baru di antara penemuan-penemuan keuangan. Mereka akan menarik terutama bagi investor yang giat.

Bab 5. Investor Defensif dan Saham Biasa

1. Rumus Praktis untuk Berinvestasi dengan Sukses, Wilfred Funk, Inc., 1953.
2. Dalam pendekatan matematis saat ini untuk keputusan investasi, telah menjadi- datang praktik standar untuk mendefinisikan "risiko" dalam hal variasi harga rata-rata

tions atau "volatilitas." Lihat, misalnya, Pengantar Risiko dan Pengembalian, oleh Richard A. Brealey, The MIT Press, 1969. Kami menemukan penggunaan ini kata "risiko" lebih berbahaya daripada berguna untuk keputusan investasi yang sehat sions—karena terlalu menekankan pada fluktuasi pasar.

3. Semua 30 perusahaan di DJIA memenuhi standar ini pada tahun 1971.

Bab 6. Kebijakan Portofolio untuk Investor Enterprising: Pendekatan Negatif

1. Pada tahun 1970 jalan Milwaukee melaporkan defisit yang besar. Ini menanggukkan pembayaran bunga atas obligasi pendapatannya, dan harga penerbitan 5% turun menjadi 10.
2. Sebagai contoh: Cities Service \$6 lebih disukai pertama, tidak membayar dividen, dijual serendah-rendahnya 15 pada tahun 1937 dan pada 27 pada tahun 1943, ketika akumulasi telah mencapai \$60 per saham. Pada tahun 1947 itu pensiun dengan pertukaran untuk \$196,50 dari 3% surat utang untuk setiap saham, dan dijual setinggi 186.
3. Sebuah studi statistik yang rumit dilakukan di bawah arahan dari Biro Riset Ekonomi Nasional menunjukkan bahwa hal tersebut telah sekutu telah terjadi. Graham mengacu pada W. Braddock Hickman, *Kualitas Obligasi Korporasi dan Pengalaman Investor* (Princeton University Press, 1958). Buku Hickman kemudian mengilhami Michael Milken dari Drexel Burnham Lambert untuk menawarkan pembiayaan besar-besaran dengan hasil tinggi kepada perusahaan-perusahaan dengan peringkat kredit di bawah sterling, membantu menyalakan leveraged-buyout dan kegilaan pengambilalihan di akhir 1980-an.
4. Sebuah sampel representatif dari 41 isu yang diambil dari Standard & Poor's Stock Guide menunjukkan bahwa lima kehilangan 90% atau lebih dari harga tertingginya
harga, 30 kehilangan lebih dari setengah, dan seluruh kelompok sekitar dua pertiga.
Banyak yang tidak terdaftar dalam Stock Guide tidak diragukan lagi memiliki yang lebih besar
penyusutan secara
keseluruhan.

Bab 7. Kebijakan Portofolio untuk Investor Wiraswasta: Sisi Positif

1. Lihat, misalnya, Lucile Tomlinson, Rumus Praktis untuk Berinvestasi dengan Sukses; dan Sidney Cottle dan WT Whitman, Investment Timing: The Formula Approach, keduanya diterbitkan pada tahun 1953.
2. Sebuah perusahaan dengan catatan biasa tidak dapat, tanpa membingungkan istilah, disebut perusahaan pertumbuhan atau

"saham pertumbuhan" hanya karena pendukungnya mengharapkannya untuk melakukan lebih baik daripada rata-rata di masa depan. Itu hanya "perusahaan yang menjanjikan."Graham membuat poin yang halus namun penting: Jika definisi saham pertumbuhan adalah perusahaan yang akan berkembang di masa depan, maka itu sama sekali bukan definisi, tetapi angan-angan. Ini seperti menyebut tim olahraga "sang juara" sebelum musim berakhir. Pemikiran angan-angan ini bertahan hingga hari ini; di antara reksa dana, portofolio "pertumbuhan" menggambarkan kepemilikan mereka sebagai perusahaan dengan "pertumbuhan di atas rata-rata"

potensi" atau "prospek yang menguntungkan untuk pertumbuhan pendapatan." Definisi yang lebih baik mungkin adalah perusahaan yang laba bersih per sahamnya meningkat rata-rata tahunan setidaknya 15% selama setidaknya lima tahun berturut-turut. (Memenuhi definisi ini di masa lalu tidak memastikan bahwa perusahaan akan memenuhinya di masa depan.)

3. Lihat Tabel 7-1.

4. Berikut adalah dua peribahasa Wall Street kuno yang menganjurkan penjualan semacam itu:

"Tidak ada pohon yang tumbuh ke Surga" dan "Seekor banteng dapat menghasilkan uang, beruang dapat menghasilkan uang, tetapi seekor babi tidak pernah menghasilkan uang."

5. Tersedia dua studi. Yang pertama, dibuat oleh HG Schneider, salah satu dari

siswa kami, mencakup tahun 1917-1950 dan diterbitkan pada bulan Juni

1951 dalam Jurnal Keuangan. Yang kedua dibuat oleh Drexel Firestone, anggota New York Stock Exchange, dan meliputi tahun 1933-1969. Data diberikan di sini dengan izin mereka.

6. Lihat hlm. 393-395, untuk tiga contoh situasi khusus yang ada di 1971.

Bab 8. Fluktuasi Investor dan Pasar

1. Kecuali, mungkin, dalam rencana rata-rata biaya dolar yang dimulai pada tingkat harga yang wajar.

2. Namun menurut Robert M. Ross, ahli teori Dow, dua sinyal beli terakhir, yang ditunjukkan pada bulan Desember 1966 dan Desember 1970, jauh di bawah titik penjualan sebelumnya.

3. Tiga peringkat teratas untuk obligasi dan saham preferen adalah Aaa, Aa, dan A, digunakan oleh Moody's, dan AAA, AA, A oleh Standard & Poor's. Ada yang lain, turun ke D.

4. Gagasan ini telah diadopsi di Eropa — misalnya, oleh perusahaan energi listrik Italia milik negara pada "uang kertas pinjaman tingkat bunga mengambang yang dijamin", jatuh tempo tahun 1980. Pada bulan Juni 1971, diiklankan di New York bahwa tingkat bunga yang dibayarkan padanya untuk enam bulan ke depan adalah 8%.

Salah satu pengaturan fleksibel tersebut tergabung dalam "7% -8% surat utang" The Toronto-Dominion Bank, jatuh tempo tahun 1991, ditawarkan pada bulan Juni

1971. Obligasi membayar 7% sampai Juli 1976 dan 8% setelahnya, tetapi pemegang memiliki opsi untuk menerima pokoknya pada bulan Juli 1976.

Bab 9. Berinvestasi dalam Reksa Dana

1. Biaya penjualan secara universal dinyatakan sebagai persentase dari harga jual, yang termasuk biaya, sehingga tampak lebih rendah daripada jika diterapkan pada nilai aset bersih. Kami menganggap ini sebagai gimmick penjualan yang tidak layak untuk industri terhormat ini.
2. *Manajer Uang*, oleh GE Kaplan dan C. Welles, Random House, 1969.
3. Lihat definisi “surat stok” pada hal. 579.
4. Judul buku yang pertama kali diterbitkan pada tahun 1852. Volume tersebut menggambarkan

“Gelembung Laut Selatan,” mania tulip, dan pesta spekulatif lainnya masa lalu. Itu dicetak ulang oleh Bernard M. Baruch, mungkin satu-satunya

spekulan yang terus-menerus sukses belakangan ini, pada tahun 1932. Komentar:

Itu mengunci pintu kandang setelah kuda itu dicuri. Charles Mackay's *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* (Metro Books, New York, 2002) pertama kali diterbitkan pada tahun 1841. Baik bacaan ringan maupun tidak selalu akurat, ini adalah pandangan ekstensif tentang betapa banyak orang sering percaya hal-hal yang sangat konyol—misalnya, besi itu dapat diubah menjadi emas, setan yang paling sering muncul pada Jumat malam, dan adalah mungkin untuk menjadi kaya dengan cepat di pasar saham. Untuk penjelasan yang lebih faktual, lihat *Devil Take the Hindmost* karya Edward Chancellor (Farrar, Straus & Giroux, New York, 1999); untuk pemahaman yang lebih ringan, cobalah Robert Menschel's *Markets, Mobs, and Mayhem: A Modern Look at the Madness of Crowds* (John Wiley & Sons, New York, 2002).

Bab 10. Investor dan Penasihatnya

1. Ujian diberikan oleh Institute of Chartered Financial Analysts, yang merupakan cabang dari Federasi Analisis Keuangan. Yang terakhir sekarang merangkul masyarakat konstituen dengan lebih dari 50.000 anggota.
2. NYSE telah memberlakukan beberapa aturan penilaian yang drastis (dikenal sebagai “potongan rambut”) yang dirancang untuk meminimalkan bahaya ini, tetapi tampaknya aturan itu tidak cukup membantu.

3. Penawaran baru sekarang dapat dijual hanya melalui prospektus yang disiapkan berdasarkan peraturan Securities and Exchange Commission. Dokumen ini harus mengungkapkan semua fakta terkait tentang masalah dan penerbit, dan itu sepenuhnya cukup untuk memberi tahu investor yang bijaksana tentang sifat pasti dari keamanan yang ditawarkan kepadanya. Tapi sangat banyak

dari data yang dibutuhkan biasanya membuat prospektus menjadi terlalu panjang. Secara umum disepakati bahwa hanya sebagian kecil individu yang membeli edisi baru membaca prospektus dengan teliti. Jadi mereka masih bertindak terutama bukan atas penilaian mereka sendiri tetapi atas rumah yang menjual sekuritas kepada mereka atau atas rekomendasi dari masing-masing salesman atau account executive.

Bab 11. Analisis Keamanan untuk Investor Awam: Pendekatan Umum

1. Buku teks kami, Analisis Keamanan oleh Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle, dan Charles Tatham (McGraw-Hill, edisi ke-4, 1962), mempertahankan judul yang awalnya dipilih pada tahun 1934, tetapi mencakup sebagian besar ruang lingkup analisa keuangan.
2. Dengan Charles McGolrick, Harper & Row, 1964, diterbitkan kembali oleh Harper-Business, 1998.
3. Angka-angka ini berasal dari Salomon Bros., sebuah rumah obligasi besar di New York.
4. Setidaknya tidak oleh badan besar analis keamanan dan investor.
 Analis yang luar biasa, yang dapat mengetahui terlebih dahulu apa itu perusahaan cenderung layak untuk belajar intensif dan memiliki fasilitas dan kemampuan untuk membuatnya, semoga sukses terus dengan karya ini. Untuk rincian pendekatan seperti itu lihat Philip Fisher, *Common Stocks and Uncommon Keuntungan*, Harper & Row, 1960.
5. Pada hal. 295 kami menetapkan formula yang menghubungkan pengganda dengan tingkat pertumbuhan yang diharapkan.
6. Bagian dari kembang api dalam harga Chrysler tidak diragukan lagi terinspirasi oleh dua pemecahan saham dua-untuk-satu yang terjadi di single tahun 1963—sebuah fenomena yang belum pernah terjadi sebelumnya bagi sebuah perusahaan besar. Di

awal 1980-an, di bawah Lee Iacocca, Chrysler melakukan tiga-peat, kembali dari ambang kebangkrutan untuk menjadi salah satu saham berkinerja terbaik di Amerika. Namun, mengidentifikasi manajer yang dapat memimpin comeback perusahaan yang hebat tidak semudah kelihatannya. Ketika Al Dunlap mengambil alih Sunbeam Corp. pada tahun 1996 setelah merestrukturisasi Scott Paper Co. (dan mendorong harga sahamnya naik 225% dalam 18 bulan), Wall Street memuji dia sebagai kedatangan Kedua. Dunlap ternyata adalah seorang penipu yang menggunakan akuntansi yang tidak benar dan laporan keuangan palsu untuk menyesatkan investor Sunbeam—termasuk manajer keuangan yang dihormati Michael Price dan Michael Steinhardt, yang telah mempekerjakannya. Untuk pembahasan mendalam tentang karir Dunlap, lihat John A. Byrne, *Chainsaw* (HarperCollins, New York, 1999).

7. Perhatikan bahwa kami tidak menyarankan bahwa formula ini memberikan "nilai sebenarnya" dari stok pertumbuhan, tetapi hanya mendekati hasil perhitungan yang lebih rumit dalam mode.

Bab 12. Hal-hal yang Perlu Dipertimbangkan Tentang Pendapatan Per Saham

1. Metode yang kami rekomendasikan untuk menangani pengenceran waran dibahas di bawah ini. Kami lebih suka mempertimbangkan nilai pasar waran sebagai tambahan pada harga pasar saat ini dari saham biasa secara keseluruhan.

Bab 13. Perbandingan Empat Perusahaan Tercatat

1. Pada bulan Maret 1972, Emery menjual 64 kali lipat pendapatannya di tahun 1971!

Bab 14. Pemilihan Saham untuk Investor Defensif

1. Karena banyaknya pemecahan saham, dll., selama bertahun-tahun, harga rata-rata sebenarnya dari daftar DJIA adalah sekitar \$53 per saham pada awal tahun 1972.
2. Pada tahun 1960 hanya dua dari 29 perusahaan industri yang gagal menunjukkan aset lancar sama dengan dua kali kewajiban lancar, dan hanya dua yang gagal memiliki aset lancar bersih melebihi utangnya. Pada Desember 1970, jumlah di setiap kategori telah meningkat dari dua menjadi dua belas.
3. Tetapi perhatikan bahwa aksi pasar gabungan mereka dari Desember 1970 hingga awal 1972 lebih buruk daripada DJIA. Ini menunjukkan sekali lagi bahwa tidak ada sistem atau formula yang akan menjamin hasil pasar yang unggul. Persyaratan kami "menjamin" hanya bahwa pembeli portofolio mendapatkan nilai uangnya.
4. Akibatnya kita harus mengecualikan sebagian besar stok pipa gas, karena perusahaan-perusahaan ini sangat terikat. Pembayaran untuk pengaturan ini adalah struktur yang mendasari kontrak pembelian yang "menjamin" pembayaran obligasi; tetapi pertimbangan di sini mungkin terlalu rumit untuk kebutuhan investor defensif.

Bab 15. Pemilihan Saham untuk Investor Enterprising

1. Reksa Dana dan Investor Institusional Lainnya: Perspektif Baru, I. Friend, M. Blume, dan J. Crockett, McGraw-Hill, 1970. Kita harus menambahkan bahwa hasil tahun 1966-1970 dari banyak dana yang kita pelajari adalah

agak lebih baik daripada komposit 500 saham Standard & Poor's dan jauh lebih baik daripada DJIA.

2. Catatan pribadi: Bertahun-tahun sebelum kembang api pasar saham di perusahaan itu, penulisnya adalah "wakil presiden keuangan" dengan gaji sebesar \$3.000 per tahun. Saat itu benar-benar dalam bisnis kembang api. Pada awal 1929, Graham menjadi wakil presiden keuangan Unexcelled Manufacturing Co., produsen kembang api terbesar di negara itu. Unexcelled kemudian menjadi perusahaan kimia yang terdiversifikasi dan tidak lagi berdiri sendiri.
3. Panduan ini tidak menunjukkan pengganda di atas 99. Sebagian besar seperti keanehan matematis, yang disebabkan oleh penghasilan tepat di atas titik nol.

Bab 16. Isu dan Waran yang Dapat Dikonversi

1. Hal ini diilustrasikan dengan baik oleh penawaran dua penerbitan Ford Motor Finance Co. yang dilakukan secara bersamaan pada bulan November 1971. Salah satunya adalah obligasi yang tidak dapat dikonversi selama 20 tahun, menghasilkan 7½%. Yang lainnya adalah obligasi 25 tahun, disubordinasikan ke yang pertama dalam urutan klaim dan hanya menghasilkan 4½%; tapi itu dibuat dapat dikonversi menjadi saham Ford Motor, dengan harga saat itu 68½%. Untuk memperoleh hak istimewa konversi, pembeli menyerahkan 40% dari pendapatan dan menerima posisi kreditur junior.
2. Perhatikan bahwa pada akhir tahun 1971 Studebaker-Worthington Common dijual serendah 38 sedangkan \$5 lebih disukai dijual pada atau sekitar 77. Spread telah berkembang dari 2 menjadi 20 poin sepanjang tahun, menggambarkan sekali lagi keinginan switch tersebut dan juga kecenderungan pasar saham untuk mengabaikan aritmatika. (Kebetulan, premi kecil saham preferen di atas saham biasa pada bulan Desember 1970 telah diganti dengan dividen yang lebih tinggi.)

Bab 17. Empat Sejarah Kasus yang Sangat Instruktif

1. Lihat, misalnya, artikel "Enam Bendera Setengah Tiang" oleh Dr. AJ Briloff, di Barron's, 11 Januari 1971.

Bab 18. Perbandingan Delapan Pasang Perusahaan

1. Pembaca akan mengingat dari hal. 434 di atas bahwa AAA Enterprises mencoba memasuki bisnis ini, tetapi dengan cepat gagal. Di sini Graham membuat pro-

ditemukan dan pengamatan paradoks: Semakin banyak uang yang dihasilkan perusahaan, semakin besar kemungkinannya untuk menghadapi persaingan baru, karena pengembaliannya yang tinggi memberi sinyal dengan sangat jelas bahwa uang mudah didapat. Persaingan baru, pada gilirannya, akan mengarah pada harga yang lebih rendah dan keuntungan yang lebih kecil. Poin penting ini diabaikan oleh pembeli saham Internet yang terlalu antusias, yang percaya bahwa pemenang awal akan mempertahankan keuntungan mereka tanpa batas.

Bab 19. Pemegang Saham dan Manajemen: Kebijakan Dividen

1. Studi analitis telah menunjukkan bahwa dalam kasus tipikal, satu dolar yang dibayarkan dalam bentuk dividen memiliki efek positif sebanyak empat kali lipat pada harga pasar dibandingkan dengan satu dolar dari pendapatan yang tidak dibagikan. Poin ini diilustrasikan dengan baik oleh kelompok utilitas publik selama beberapa tahun sebelum 1950. Masalah pembayaran rendah dijual dengan pengganda pendapatan yang rendah, dan terbukti menjadi pembelian yang sangat menarik karena dividen mereka kemudian dimajukan. Sejak tahun 1950 tingkat pembayaran telah jauh lebih seragam untuk industri.

Bab 20. "Margin of Safety" sebagai Konsep Pusat Investasi

1. Argumen ini didukung oleh Paul Hallingby, Jr., "Speculative Opportunities in Stock-Purchase Warrants," Jurnal Analisis, kuartal ketiga 1947.

Nota bene

1. Kebenaran membutuhkan pengakuan bahwa kesepakatan hampir gagal karena mitra menginginkan jaminan bahwa harga pembelian akan 100% ditutupi oleh nilai aset. Keuntungan pasar senilai \$300 juta atau lebih di masa depan menghidupkan, katakanlah, \$50.000 item akuntansi. Dengan keberuntungan bodoh mereka mendapatkan apa yang mereka bersikeras.

Lampiran

1. Pidato Benjamin Graham di hadapan Konvensi tahunan Federasi Nasional Perhimpunan Analisis Keuangan, Mei 1958.

Ucapan Terima Kasih dari Jason Zweig

Terima kasih yang tulus saya sampaikan kepada semua orang yang membantu saya memperbarui karya Graham, termasuk: Edwin Tan dari HarperCollins, yang visi dan energinya membuat proyek ini terungkap; Robert Safian, Denise Martin, dan Eric Gelman dari Money Magazine, yang memberkati upaya ini dengan dukungan antusias, sabar, dan tanpa syarat; agen sastra saya, John W. Wright yang tiada taranya; dan Tara Kalwarski Uang yang tak kenal lelah. Ide-ide luar biasa dan bacaan kritis datang dari Theodore Aronson, Kevin Johnson, Martha Ortiz, dan staf Aronson + Johnson + Ortiz, LP; Peter L. Bernstein, presiden, Peter L. Bernstein Inc.; William Bernstein, Penasihat Perbatasan yang Efisien; John C. Bogle, pendiri, Grup Vanguard; Charles D. Ellis, mitra pendiri, Greenwich Associates; dan Laurence B. Siegel, direktur penelitian kebijakan investasi, Ford Foundation. Saya juga berterima kasih kepada Warren Buffett; Nina Munk; staf Pusat Penelitian Informasi Bisnis Time Inc. yang tak kenal lelah; Martin Fridson, chief executive officer, FridsonVision LLC; Howard Schilit, presiden, Pusat Penelitian & Analisis Keuangan; Robert N. Veres, editor dan penerbit, Inside Information; Daniel J. Repot, Loomis Sayles & Co.; F. Barry Nelson, Manajemen Modal Advent; staf Museum Sejarah Keuangan Amerika; Brian Mattes dan Gus Sauter, Grup Vanguard; James Seidel, RIA Thomson; Camilla Altamura dan Sean McLaughlin dari Lipper Inc.; Alexa Auerbach dari Ibbotson Associates; Annette Larson dari Morningstar; Jason Bram dari Federal Reserve Bank of New York; dan satu manajer dana yang tidak ingin disebutkan namanya. Di atas segalanya, saya berterima kasih kepada istri dan anak perempuan saya, yang menanggung beban kerja keras saya selama berbulan-bulan.

Catatan editor: Entri dalam indeks ini, yang dibawa kata demi kata dari edisi cetak judul ini, kemungkinan tidak sesuai dengan penomoran halaman perangkat lunak pembaca e-book tertentu. Entri ini juga tidak hyperlink. Namun, entri dalam indeks ini, dan istilah lainnya, dapat dengan mudah ditemukan dengan menggunakan fitur pencarian perangkat lunak pembaca e-book Anda.

Indeks

A. & P. Lihat Great Atlantic &
Pacific

Teh Co.

AAA Perusahaan, 144, 422, 433–37,
435n

Laboratorium Abbott, 372

Aberdeen Mfg. Co., 385, 387

Acampora, Ralph, 190n, 217n

eksekutif akun. Lihat “pelanggan”
pialang”

kantor akuntan, 14, 501

praktik akuntansi, 14, 169, 369;

“mandi besar”/“wastafel

dapur”,

428n; sejarah kasus tentang,

422,

424, 424n, 425, 576–77; dan

dividen, 493, 493n; dan

hubungan investor-manajemen,

497; dan fluktuasi pasar,

202n; dan pendapatan per

saham,

310–21, 312n, 316n, 322, 324,

324n, 325n, 328–29; dan

keamanan

analisis, 307, 308; dan stok

opsi, 509n; dan pemecahan

saham,

493, 493n. Lihat juga spesifik

perusahaan

akuisisi. Lihat merger dan

akuisisi; pengambilalihan;

spesifik

perusahaan

investor aktif. Lihat agresif

investor

Komunikasi Investor ADP

Layanan, 501n

Formulir ADV, 274, 275, 277

Manajemen Modal Advent, 419

saran: untuk investor agresif, 258,

271; tesis dasar tentang, 258; untuk investor defensif, 117, 129–30, 258, 259, 271; dan untuk investor defensif, 363; apakah kamu membutuhkan, 272–73; biaya/komisi untuk, 258, 262, 263, 263n, 266, 270, 274n, 275; Pandangan Graham sekitar, 257–71; dan wawancara penasihat potensial, 276–77; dan investasi vs spekulasi, 20, 28, 29; dan penasihat pertanyaan tanya investor, 278–29; dan peran penasihat, 257; sumber dari, 257–71, 258n; dan spekulasi, 563; dan kepercayaan dan verifikasi penasihat, 273–75, 274n;

Komentar Zweig tentang, 272–79. Lihat juga jenis sumber Aetna Maintenance Co., 144, 575–76 Dana Afiliasi, 230 usia: dan kebijakan portofolio untuk investor defensif, 102–3, 110–11n investor agresif: karakteristik dari, 6, 133, 156, 159n, 175; definisi, 133n; "tidak boleh" untuk, 133–44, 145–54; "lakukan" untuk, 155–78, 179–87; harapan untuk, 29–34, 271; dan investasi vs. spekulasi, 18–34; dan pencampuran agresif dan defensif, 176, 178; portofolio untuk, 101, 133–44, 145–54, 155–78, 179–87; dan saham preferen, 98, 133,

- investor agresif (lanjutan)
 134–37, 134n, 139, 140, 142, 166,
 173, 176–77, 381; psikologi dari,
 382; bidang yang
 direkomendasikan untuk,
 162–75; kembali untuk, 29–34,
 89;
 aturan untuk, 175–78;
 keamanan
 analisis untuk, 303n, 376–95;
 persediaan
 seleksi untuk, 376–95
- Air Products & Chemicals, Inc.,
 450–53, 453n, 470
- Pengurangan Udara Co., 450–53,
 453n, 470
- maskapai penerbangan, 6, 6–7n, 7,
 31, 82, 362, 364
- Alabama Gas Co., 358
- Alba-Waldensian, 387
- Albert's Inc., 387
- Allegheny Power Co., 358
- Allied Chemical Co., 289, 292, 351,
 352
- Pabrik Sekutu, 387
- ALLTEL Corp., 372
- Altera Corp., 370
- pajak minimum alternatif, 106n
- Grup Altria, 372
- Perusahaan Aluminium Amerika
 (ALCOA), 289, 300, 310–21,
 321n, 351, 352
- Alvarez, Fernando, 329
- Amazon.com, 21n, 41, 41n, 126,
 308–9, 505
- America Online Inc. Lihat Waktu
- AOL
 pemberi peringatan
- American & Foreign Power Co., 413,
 415
- American Brands Co., 351, 352
- American Can Co., 289, 351, 352,
 354, 355, 564–65
- American Electric Power Co., 357
- Grup Keuangan Amerika, 466n
- American Gas & Electric Co., 97
- Produk Rumah Amerika Co.,
 453–55, 455n, 470
- Pasokan Rumah Sakit Amerika Co.,
 453–55, 455n, 470
- Mesin & Pengecoran Amerika, 315
- Produk Jagung Amerika, 385, 386,
 387
- Konversi Daya Amerika, 370

American Rubber & Plastics Co., 387
 American Smelting & Refining Co.,
 387
 Bursa Efek Amerika, 201, 403,
 446, 450, 450n
 Telepon & Telegraf Amerika,
 67, 135, 173, 200, 289, 295–97,
 350, 351, 352, 354, 355, 358, 403,
 410, 491
 American Tobacco Co., 289
 Pekerjaan Air Amerika, 358
 Dana Teknologi Amerindo, 16,
 243–45
 Amerika, 110
 Ameritrade, 39
 AMF Corp., 315
 Amgen Inc., 370
 AmSouth Bancorp, 372
 Anaconda, 168, 289, 351, 352, 354,
 355, 387
 Perangkat Analog, 370
 analis. Lihat analis keuangan
 Anderson, Ed, 542
 Anderson Clayton Co., 387
 Andreassen, Paul, 223
 Angelica, 216
 Anheuser-Busch, 321n, 372
 pengganda pendapatan tahunan,
 295–97
 pertemuan tahunan, 489, 502
 laporan tahunan, 400, 502
 anuitas, 110, 110–11n, 226n
 AOL Time Warner, 14, 306, 442–43,
 497, 505
 Apple Computer Inc., 510, 510n
 Applegate, Jeffrey M., 81
 Bahan Terapan, 370
 Perangkat Mikro Terapan, 370
 penghargaan, 25, 26, 52, 135
 arbitrase, 32, 32–33n, 174, 175,
 380–81, 395
 Pemanah-Daniels-Midland, 372, 387
 Ariba, 478
 Aristoteles, 76
 Arnott, Robert, 85n, 506, 506n
 karya seni, 56
 pernyataan “seolah-olah”. Lihat
 proforma
 pernyataan

- Asness, Clifford, 506, 506n
- alokasi aset: dan saran untuk investor, 273, 275, 278; dan investor agresif, 133, 156–57; dan investor defensif, 22–29, 89–91, 102, 103–5; 50–50 rencana, 5, 90–91, 156–57; dan sejarah dan perkiraan stok pasar, 75; dan inflasi, 47–48; dan investor institusi, 194, 194n; dan investasi vs. spekulasi, 10; dan pasar fluktuasi, 194, 197; taktis, 194, 194n. Lihat juga diversifikasi
- dukungan aset. Lihat nilai buku
- aset: kaki gajah dari, 246, 251, 252; dan pendapatan per saham, 317n, 320n; dan analisis keamanan, 281, 285; dan pemilihan stok untuk investor agresif, 381–82, 383, 385, 386, 388, 390, 391, 391n, 392, 398, 400; dan stok pilihan untuk defensif investor, 338, 348, 349, 355, 356, 360, 365, 369, 370, 371, 374–75. Lihat juga alokasi aset; perusahaan tertentu
- Asosiasi untuk Investasi Manajemen dan Penelitian, 264n, 280n
- AT&T Corp., 410n. Lihat juga Amerika Telepon & Telegraf
- Atchison, Topeka & Santa Fe, 135, 206, 209
- Atlantic City Electric Co., 358
- Aurora Plastics Co., 393, 395
- Pemrosesan Data Otomatis, 372
- stok mobil, 82
- Avco Corp., 412
- Avery Dennison Corp., 372
- Produk Avon, 456
- Layanan Keuangan Babson, 259
- Pusat Bayi, Inc., 444
- Tembaga Bagdad, 387
- nilai neraca. Lihat nilai buku

- neraca, 200, 285, 308, 317n,
 331, 337, 340, 365, 392. Lihat juga
perusahaan tertentu
 dana perimbangan, 226
 Baldwin (DH), 387
 Ball Corp., 216, 482–83
 Baltimore Gas & Electric Co., 358
 BancBoston Robertson Stephens, 443
 Bank Amerika, 372
 Bank of New York, 82
 Bank Southwark, 141n
 Bankir Trust, 235n
 kebangkrutan, 14, 16n, 144, 419–20n;
 dan investor agresif, 144,
 146, 156n, 174–75, 187, 384; dari
 rumah pialang, 266–68; kasus
 sejarah tentang, 422–37, 423n;
 dan investor defensif, 100,
 111, 362; dan sejarah dan
 prakiraan pasar saham, 70,
 82; dan dana investasi, 235,
 250; dan fluktuasi pasar, 4,
 4n; dan harga, 423n; dari rel
 kereta api,
 4, 4n, 362, 384, 423n; dan
 analisis keamanan, 286, 287.
 Lihat
juga perusahaan tertentu
 bank, 210, 414, 422; dan saran,
 258n, 268–70, 271; pengiriman
 amd
 dan penerimaan surat berharga,
 268–69,
 268n; dan dividen, 493;
 berinvestasi dalam, 360–61; dan
 dana investasi, 235; dan baru
 persembahan, 269; dan stok
 pilihan untuk defensif
 investor, 361; memercayai
 departemen, 4, 29, 231, 235,
 258–59, 259n. Lihat juga jenis
bank atau bank tertentu
 Tukang Cukur, Brad, 149, 150n, 151
 Bard (CR), 372
 tawar-menawar: dan investor agresif,
 133–34, 155, 156, 166–73, 175,
 177–78, 186, 380n, 381–82, 389,
 390–93; dan obligasi, 166, 173,
 173n; dan saham biasa,
 166–73, 177; dan defensif
 investor, 89, 96, 350; definisi

- tawar-menawar (lanjutan)
 dari, 166, 177; dan investasi vs. spekulasi, 33–34; dan margin keamanan, 517–18; dan pasar fluktuasi, 202, 206; dan saham preferen, 166, 173; di perusahaan sekunder, 170–73, 172n, 177–78; dan nilai, 177
- Baruch, Bernard M.: 125 DEL
- Bausch & Lomb Co., 234
- Baxter Healthcare Corp., 455n
- BEA Systems, Inc., 323
- pasar beruang, 46, 140n, 228n, 421, 525; dan investor agresif, 140n, 382; dan defensif investor, 89, 105, 111, 124, 131, 367, 371; dan sejarah dan perkiraan pasar saham, 65–72, 74, 80–87, 210; dan fluktuasi pasar, 192–93, 193n, 194, 210, 224; lapisan perak ke, 17, 17n
- “mengalahkan pasar/rata-rata,” 9–10, 12, 76, 120, 157–58, 157n, 158–59n, 219–20, 237, 249, 250–52, 255, 275, 376–77, 377n, 379n, 397, 537–38
- “mengalahkan pro,” 217–20, 249n
- Becton, Dickinson, 372
- Obligasi Kongo Belgia, 138
- Bender, John, 147
- Rekening Bersama Benjamin Graham, 380n
- Berkshire Hathaway, 162n, 217, 217n, 317n, 327, 401, 543, 544
- Bernstein, Peter L., 55n, 529–30
- Bernstein, William, 2n, 55n, 85n
- Baja Betlehem, 289, 351, 352
- Bickerstaff, Glen, 245
- Toko Big Ben, 387
- Binks Manufacturing Co., 387
- stok bioteknologi, 369
- Biogen Inc., 370
- Biomet Inc., 370
- Birbas, Nicholas, 39
- Black & Decker Corp., 330n
- Blok, Stanley, 264n

Blodget, Henry, 40–41, 343–44
 Blue Bell, Inc., 455–58, 456n, 470
 Bluefield Supply Co., 387
 Grup Dewan Komisaris, 453n
 Bogle, John, 510
 dana obligasi, 106–7, 110, 226,
 283n,
 420, 420n
Panduan Obligasi(Standar & Miskin),
 423
 obligasi: dan nasihat, 259, 261, 269,
 271; dan investor agresif,
 133–35, 134n, 136n, 139, 140,
 155, 166, 173, 173n, 174–77; dan
 alokasi aset, 10, 22–29,
 89–91; dan tawar-menawar, 166,
 173,
 173n; seruan, 97–98, 139; dan
 ciri-ciri orang cerdas
 investor, 13; saham biasa
 dibandingkan dengan, 5n, 18–29,
 56–57, 194; dan dapat dikonversi
 masalah dan waran, 210–11,
 406, 412, 413, 415, 417; kupon
 untuk, 98, 98n, 134, 134n, 135,
 139;
 "cakupan" untuk, 284; default
 aktif,
 88–89n, 173, 287, 423, 521; dan
 investor defensif, 22–29,
 89–100, 101–11, 112n, 113, 114,
 114n, 119, 121–22, 124, 125, 131,
 176, 347, 350, 365; diskon,
 136n; tekanan, 155–56n; dan
 diversifikasi, 283n; pendapatan
 pada, 283–87; dan Graham
 prinsip-prinsip bisnis, 523; dan
 sejarah dan perkiraan stok
 pasar, 70, 75, 76, 77, 78, 80, 82,
 87; inflasi dan, 5, 26, 47, 48,
 50, 51, 56–57, 58n, 60n, 61n, 110;
 bunga pada, 2, 3, 5, 22–29, 70, 76,
 77, 78, 89, 93–94, 95, 98, 98n,
 113, 121–22, 134n, 146, 207–12,
 515, 515n, 516; dan investasi
 dana, 226, 241; dan
 investasi vs spekulasi,
 18–22; jangka panjang dan
 jangka pendek,

91–92, 106–7, 188; dan margin
 keamanan, 512–13, 514, 515,
 515n,
 516, 520; dan pasar
 fluktuasi, 188, 193, 194,

- 207–12; dan penawaran baru, 8, 139, 140; harga, 23–24, 135, 136n, 207–12; peringkat untuk, 95, 210, 211, 283n, 350n; dan risiko, 283–87; dan peran investasi bankir, 268; keamanan dari, 283–87; kelas dua, 134–37, 139, 145, 147; dan analisis keamanan, 281, 283–87, 293–94, 298n; menjual di par, 137; dan ukuran perusahaan, 285; pajak dan, 22–25, 91–92, 93, 94, 95, 96, 96n, 99, 106, 106n, 155, 520; jenis, 91–98; menghasilkan pada, 5, 8–9, 27, 78, 89, 91, 92, 93, 95, 96, 97, 98, 113, 114n, 124, 125, 134, 138, 146, 193, 207–12, 404, 408n, 573. Lihat juga dana obligasi; masalah yang dapat dikonversi; spesifik perusahaan atau jenis obligasi
- nilai buku, 420, 451n, 569; dan investor agresif, 289, 381, 383–84, 389, 389n, 393; dan investor defensif, 348, 349, 351, 352–53, 354, 355, 359, 374–75; definisi, 374; dan fluktuasi pasar, 198–200, 198n, 203n; dan per-saham penghasilan, 320n, 321. Lihat juga perusahaan tertentu
- buku, 56, 80–81
- Borden Inc., 393, 395
- Komisi Boskin, 58n
- otak: dan fluktuasi pasar, 220–23
- nama merek, 304, 374
- Brearley, Richard A.: 61 DEL
- analogi pemain jembatan, 378–79
- rumah pialang: dan saran, 117, 257, 258n, 261–65, 262–63n, 266–68, 271, 274; diskon, 129, 149, 262–63n; biaya/komisi dari, 117, 128–29, 128n; keuangan masalah, 4, 4n, 266–68; penuh-layanan, 262–63n; batas akun dengan, 21n; bagian dari industri perusahaan keuangan, 360n; dan kebijakan portofolio untuk

- investor defensif, 117, 120, 129; volume perdagangan, 266–68. Lihat juga perdagangan online;
rumah tertentu
- transaksi perantara: pengiriman, 267–268, 267–68n
- Bronson, Gail, 444n
- Brooklyn Union Gas Co., 358
- Brooks, John, 266n
- Sepatu Coklat, 484–85, 484n
- Browne, Christopher, 397
- Buffett, Warren E.: dan
diversifikasi, 290n; dan
GEICO, 533n; dan pengindeksan
dana, 249, 249n; dan investor
hubungan dengan perusahaan,
162n; dan fluktuasi pasar,
217, 217n; dan “pemilik
penghasilan,” 399; dan per-
saham
penghasilan, 327; kata pengantar
oleh, ix–x;
dan analisis keamanan, 308;
metode pemilihan, 400, 401;
“Superinvestor Graham-
dan-Doddsville” berbicara
dengan,
537–60. Lihat juga Berkshire
Hathaway
- Buffett Partnership, Ltd., 543, 552
- pasar bull, 55, 170, 233, 525, 570;
dan tawar-menawar, 170, 172,
177;
karakteristik, 140, 192–94;
dan masalah yang dapat
dikonversi dan
waran, 404, 405, 405n, 408;
dan berurusan dengan pialang
rumah, 139, 267; kematian/akhir,
17, 142, 210; sejarah dan
peramalan, 65–73, 74, 76, 78,
80–87, 210; panjang, 193n; dan
fluktuasi pasar, 192–94,
193n, 194, 197, 210; dan baru
persembahan, 140, 140–41n, 142,
143,
144; dan kebijakan portofolio
untuk
- investor agresif, 140,
140–41n, 142, 143, 144, 170, 172,
177
- Bunker Ramo Corp., 330n
- Kereta Api Utara Burlington, 362n
- Burton-Dixie Corp., 393

- Bush, George W., 496, 507n
 bisnis: membeli, 546; definisi
 baik, 308; mengetahui Anda,
 523
 prinsip bisnis: dari Graham,
 523–24
 “investasi pengusaha,” 136–37
Minggu Bisnis, 20n, 81, 505
 pendekatan beli-rendah-jual-tinggi,
 192–94
 “beli apa yang Anda tahu,” 125–27,
 126n
 membeli kembali saham. Lihat
 pembelian kembali
 rencana
 kata kunci, investasi, 172n
- C.-T.-R. Co., 565–66
 Kabel & Nirkabel, 346
 Karyawan Publik California
 Sistem Pensiun, 146
 panggilan, 97–98, 139, 406n, 407–8,
 407n,
 421
 modal, 53, 302, 308–9, 320, 320n,
 324–26, 401, 404, 414. Lihat juga
 keuntungan modal;
 kapitalisasi;
 pengembalian modal yang
 diinvestasikan
 (ROI); perusahaan tertentu
 keuntungan modal, 227, 571–72; dan
 fluktuasi pasar, 219, 224n;
 dan portofolio untuk agresif
 investor, 149, 180n; pajak,
 75, 180n, 219, 360, 561, 562
 Capital One Financial Corp., 477–79,
 479n
 kapitalisasi, 123, 123n, 236, 288,
 290–95, 331, 340, 384, 413, 414,
 415
 Akademi Karir, 234
 Carnegie, Andrew, 185
 Karnaval Corp., 167n
 Carolina Power & Light Co., 358
 Carter, Jimmy, 60n
 sejarah kasus: dan Graham's
 perbandingan delapan pasang
 perusahaan, 446–72; Graham's
 diskusi tentang empat “sangat”
 instruktif,” 422–37; Graham's
 contoh dari, 575–78; Zweig's
 komentar pada empat “sangat”
 instruktif,” 438–45; dan

- Perbandingan Zweig dari delapan pasang perusahaan, 473–86
- tunai/"setara kas": dan investor agresif, 398.400; dan investor defensif, 24, 25, 102, 103–4, 105, 107, 109–10, 124; dan sejarah dan ramalan pasar saham, 82; dan analisis keamanan, 303, 303–4n, 308
- "uang di kalender," 41–42, 46
- Cassidy, Donald, 253
- Ulat, 46
- Pusat Penelitian Keamanan
 Harga (Universitas Chicago): 30DEL
- Gas dan Listrik Central Hudson Co., 358
- Central Illinois Light Co., 358
- Central Maine Power Co., 358
- Century Telephone Inc., 372
- sertifikat deposito, 97, 107, 108–9
- sertifikat, saham, 198, 198n, 495, 495n
- Perencana Keuangan Bersertifikat (CFP), 276n
- CGI (Commerce Group, Inc.), 481–82
- Chambers, John, 184
- lembaga amal, 47, 47n
- Analisis Keuangan Chartered (CFA), 264n, 265, 265n
- Chase Manhattan Bank, 450n
- Restoran Drive-In Checkers, 216
- perusahaan kimia, 291, 291n, 292
- Chesterton, GK, 87
- Cheung, Alexander, 15, 15–16n
- Kereta Api Chicago dan Barat Laut Co., 317n
- Chicago, Milwaukee, St. Paul and Obligasi Pasifik, 135
- Cina: pasar saham masuk, 437n
- Chiron Corp., 370
- Jaringan Chromatis, 439–40
- Chrysler Corp., 165, 167, 168, 250, 289, 293, 351, 352, 354
- Chubb Corp., 372

CIBC Oppenheimer, 40–41
 Cincinnati Gas & Electric Co.,
 358
 Nirkabel Cingular, 327
 Cisco Systems, Inc., 14, 81, 116n, 184,
 217n, 247, 473–75, 505
 Cleveland Electric Co., 357
 CleveTrust Realty Investors, 414
 Clorox Co., 372
 dana tertutup, 141n, 226, 226n,
 227, 238–41, 252–53, 253n, 420,
 495n
 CMGI, Inc., 215, 217, 481–82, 481n
 CNBC, 342n
 CNF Inc., 330n
 CNN, 255
 Coca-Cola, 217, 224, 224n, 304, 307,
 372, 401
 Cohen, Abby Joseph, 190n
 Cohen & Steers Realty Shares, 63
 membalik koin, 538, 539, 540
 koin, jual beli, 56
 Colgate-Palmolive, 321n
 Grup Pemasaran Perguruan Tinggi,
 481n
 Sistem Gas Columbia, 357
 Dana Ekuitas Real Estat Columbia,
 63
 Comerica Inc., 372
 Comiskey, Eugene, 329
 Commerce One, Inc., 477–79
 bank komersial, 97, 231, 257, 270,
 360n, 429, 429n
 saham biasa: dan nasihat, 269, 271;
 untuk investor agresif, 134,
 136, 139, 155–78, 156n, 376–95;
 dan alokasi aset, 10, 89–91,
 156–57; obligasi dibandingkan
 dengan,
 5n, 18–29, 56–57, 194;
 karakteristik, 156; untuk
 investor defensif, 22–29,
 89–91, 99, 111, 112–23, 124–32,
 176, 337–38, 347, 348–66;
 dividen pada, 22, 99, 114–15,
 285n, 294–95, 334, 570, 571, 572;
 penghasilan pada, 115, 288–301,
 569;

pertumbuhan yang diharapkan
 (1963 dan
 1969) dari, 295–97; umum
 panjang-

prospek jangka, 291; pengamatan umum pada, 335–38; sebagai stok pertumbuhan, 115–17, 157–62, 295–98, 517; dan sejarah dan peramalan pasar saham, 70, 73, 74, 75, 76, 78; inflasi dan, 47–57; manfaat investasi, 112–14; aturan investasi untuk, 175–78; dan investasi vs. spekulasi, 18–22; milik investor situasi pribadi dan, 119–21; sebagai "penerbitan saham junior," 285n; dan batas keamanan, 513–18, 571, 574; dan pasar fluktuasi, 188, 189, 193, 194, 195–97, 199–200, 201, 203, 205; kinerja, 229; portofolio perubahan dalam, 117; penurunan harga di, 3; catatan harga, 406; publik sikap terhadap, 19–20, 20n; kembali, 113, 377; dan risiko, 20–21, 121–22, 394; keamanan analisis, 281, 285, 288–301, 330–38, 339–46; pilihan dari, 114–15, 134, 136, 139, 155, 156n, 157, 158, 160, 166, 169, 176–77, 178, 347, 348–66; penilaian dari, 288–90, 569–70; Garis Nilai Ramalan (1967–69) tentang, 289.

Lihat juga topik tertentu

Persemakmuran Edison Co., 357
perusahaan: perubahan karakter dari, 203; perbandingan delapan pasang, 446–72, 473–86; perbandingan empat yang terdaftar, 330–38, 339–46; emosional citra dari, 474; umum pengamatan tentang, 469–72; hubungan investor dengan, 162, 162n, 203; Johnny-Satu-Catatan, 304; dengan jumlah besar dari isu-isu konvertibel (1969), 412;

"besar, menonjol, dibiayai secara konservatif," 122–23, 195; baris kedua, 196, 196n; besar tidak populer, 163–66, 168, 183. Lihat juga sejarah kasus;

- perusahaan (lanjutan)
 korporasi; perusahaan
 sekunder; perusahaan
 tertentu
 industri komputer, 6–7, 30, 172,
 172n, 437
 Teknologi Terbalik, 186
 Makanan ConAgra, 372
 Pabrik Kerucut, 391
 konflik kepentingan, 497, 500
 konglomerat, 3, 411, 438, 440
 Consecro, 14, 426n
 Konsolidasi Edison, 357, 372,
 567–68
 Gas Konsolidasi New York,
 567–68
 Gas Alam Konsolidasi Co.,
 357
 Consolidated Rail Corp. (Conrail),
 425n
 Batubara Konsolidasi, 293
 perusahaan keuangan konsumen,
 360n
 Indeks Harga Konsumen, 58n, 59
 Konsumen Power Co., 358
 kontrak: pemilik investasi, 219,
 225, 529
 masalah konvertibel: dan agresif
 investor, 134, 173n, 381; dan
 investor defensif, 90, 97, 99,
 100; contoh pengerjaan,
 418–19n; diskusi Graham
 sekitar, 403–13; sebagai junior
 untuk yang lain
 hutang jangka panjang, 419–
 20n; dan
 fluktuasi pasar, 210–11;
 dan laba per saham, 316,
 318, 411, 414, 416; Zweig's
 komentar tentang, 418–21.
 Melihat
 jugasurat perintah; perusahaan
 tertentu
 Cooper Industries, 461n
 obligasi korporasi, 24, 403, 520; dan
 investor agresif, 134n;
 dan investor defensif, 92,
 95, 111, 350n; dan inflasi,

50; dan dana investasi, 241;
 dan fluktuasi pasar,
 203–4, 207–12; kembali pada,
 404–5n; dan analisis keamanan,
 283, 283n

- korporasi: utang, 53–54, 134;
 dan fluktuasi harga obligasi,
 211–12; tata kelola, 206–7,
 206n; hubungan investor
 dengan, 162, 162n, 203; "besar,
 menonjol, konservatif
 dibiayai," 122–23, 195;
 pelaporan menyesatkan oleh,
 236;
 pajak atas, 99, 99n, 177;
 besar tidak populer, 163–66, 168,
 183. Lihat juga perusahaan;
 obligasi korporasi; spesifik
perusahaan
 biaya. Lihat pengeluaran/biaya;
 biaya/komisi
 kupon, 98, 98n, 134, 134n, 135, 139
 Komisi Cowles, 65, 66
 Cramer, James J., 16, 16n, 217n
 Crandall, Pierce & Co., 193n
 kecelakaan, pasar saham: tahun 1929,
 191,
 236; tahun 1987, 141n, 401, 507n;
 dari
 2000, 14, 124, 141n, 173n, 291n,
 437n
 perusahaan kredit: berinvestasi
 dalam,
 360–61
 peringkat kredit, 134, 160, 420n, 573
 Kriteria Asuransi Co., 533n
 CSX Corp., 362n, 425n
 "pembiayaan pelanggan," 439, 440
 "broker pelanggan", 263, 264, 271

 "Ayah-Tahu-Terbaik," 490n, 503–4
 Damasio, Antonio, 223
 Dana Corp., 375
 Dante Alighieri, 535–36
 Data General Corp., 342
 Davis, Christopher, 308, 397, 398,
 399, 400
 Dana Davis, 250, 397, 398, 399, 400
 perdagangan hari, 37, 39, 40n,
 148, 528n
 Dayton Power & Light Co., 358
 utang: dan investor agresif, 385;
 perusahaan, 53–54, 134; dan
 investor defensif, 348, 349,
 352–53, 355, 370, 371; dan
 dividen, 492; dari muncul
 pasar, 108–9; batas, dari AS

- pemerintah, 94, 96; dan batas keamanan, 513; dari utilitas publik, 348; dan analisis keamanan, 303, 308; dan pemilihan stok, 348, 349, 352–53, 355, 370, 371, 385. *Lihat juga* obligasi; perusahaan tertentu *atau jenis obligasi*
- Deere & Co., 173
- default, 287, 521; dan tawar-menawar, 173, 173n; pada obligasi, 88–89n, 173, 287, 423, 521; dan portofolio kebijakan untuk investor agresif, 138, 145, 147, 155–56n, 173, 173n
- investor defensif: karakteristik dari, 6; definisi, 22; pengecualian untuk, 176–77; harapan untuk, 22–29; dan inflasi, 47–57; dan investasi vs spekulasi, 18–29; dan batas keamanan, 515–16, 524; dan pasar fluktuasi, 199–200; dan pencampuran agresif dan defensif, 176, 178; portofolio untuk, 89–100, 101–11, 112–23, 124–32; kembali untuk, 22–29, 25n, 27, 176; aturan untuk, 176–77; dan analisis keamanan, 294–95, 347–66; selektivitas untuk, 363–66; pemilihan stok untuk, 347–66, 385n; Komentar Zweig tentang, 367–75. *Lihat juga* topik tertentu
- deflasi, 51, 58n, 61n
- saham yang dihapus dari daftar, 385n
- Delmarva Power & Electric Co., 358
- Deltona Co., 234
- penyusutan, 316, 398, 492
- Depresi (1930-an), 72, 131, 137, 170, 203, 213, 417, 521
- Detroit Edison Co., 357
- berlian, 56
- pengenceran: dan masalah konversi dan waran, 411, 416, 417; dan pendapatan saham, 311–12, 312n, 315, 316, 316n, 317, 318; dan rencana pembelian kembali, 507n, 508. *Lihat juga perusahaan tertentu*

Dimson, Elroy, 61n, 82, 113n
 pembelian langsung saham, 128–
 29 direktur, 309, 414, 488, 498,
 499n,

500, 501, 502, 511

rumah pialang diskon, 129, 149,
 262–63n

Temukan Pialang, 38–39

diversifikasi, 56, 87, 283n, 420; dan

saran, 259n, 273; dan

investor agresif, 145, 173n,

381, 387–90, 391, 392–93; dan

investor defensif, 114, 129,

129n, 130, 347, 365, 368–69, 371;

dan saham yang delisting, 385n;

dan

perdagangan formula, 45; dan

Murid Graham, 542;

pentingnya, 532, 535n; dan

dana investasi, 239, 245, 253;

dan investasi vs.

spekulasi, 37; dan margin dari

keamanan, 515, 516, 517, 518–19,

519n, 521, 522, 529, 531; dan

fluktuasi pasar, 219; dan

analisis keamanan, 283n, 290,

290n

dividen: kritik akademis,

494, 494n; dan saran, 258, 264n;

dan tawar-menawar, 166, 169,

172;

kumulatif atau nonkumulatif,

99; dan penghasilan, 493–94, 506,

506n; dan harapan untuk

investor defensif, 22–24, 25,

25n, 26, 27; tetap, 99; dan

perdagangan formula, 44, 45;

komentar Graham tentang,

489–96; dan pertumbuhan, 490,

491–92, 506; dan sejarah dan

perkiraan pasar saham, 65,

67, 69–70, 71, 72, 76, 77, 78, 80n,

85; inflasi dan, 48, 50, 52, 55;

dan manajemen investor

hubungan, 489–96, 490n, 503–4,

511; dan batas keamanan, 514,

516, 523; dan pasar

fluktuasi, 191, 193, 202, 205,

207, 509n; gambaran umum
 tentang,

489–96; dan “rasio pembayaran”,

dividen (lanjutan)

294n, 489n; dan per-saham penghasilan, 323; dan kinerja (1871–1970), 71; dan portofolio kebijakan untuk investor agresif, 134n, 136, 137, 145n, 166, 169, 172; dan kebijakan portofolio untuk investor defensif, 43, 91, 98, 99, 99n, 111, 113, 113–14n, 114–15, 115n, 116, 118, 121, 122, 128; dan harga, 490, 491, 494n; persediaan yang tepat, 493; rekaman dari membayar, 114–15, 115n; reinvestasi dari, 128, 489–92; dari perusahaan sekunder, 172; dan analisis keamanan, 283, 285n, 288, 294–95, 298, 298n, 302, 309; khusus, 494n; dan spekulasi, 489, 490, 570, 571, 572; dan pemilihan stok untuk agresif investor, 384, 386, 388, 390; dan pemilihan saham untuk defensif investor, 337, 348, 349, 350, 351, 352–53, 356, 356n, 362, 365, 371, 372; pemecahan saham dan, 492–96, 493n; pajak atas, 22–23, 24–25, 99, 294n, 495–96, 496n, 507n, 561, 562; jumlah total dolar, oleh Saham AS, 503n; dan volatilitas, 509, 509n; siapa yang membayar, 504; Komentar Zweig tentang, 502–6. Lihat juga hasil; spesifik perusahaan atau jenis sekuritas

Dixon, Richard, 47n

Dodd, David, 542; Lihat juga Keamanan Analisis (Graham dan Dodd)

“Anjing Dow,” 164, 164n

rata-rata biaya dolar, 2, 28–29, 75, 118, 130–31, 131n, 180n, 194,

529

Toko Umum Dollar, 368

Donaldson, Lufkin & Jenrette, 443

Donnelley (RR) & Sons, 372

saham dot.com, 172n, 530

Klik Ganda Inc., 418–19n

Dover Corp., 372

Dow Chemical Co., 317

- Dow Jones Industrial Average (DJIA): investor agresif dan, 136, 158, 161, 163, 164, 164n, 165–66, 171, 376, 387–90; dan tawar-menawar, 171; saham "terbaik" di, 363; dan perbandingan empat perusahaan yang terdaftar, 332, 333, 334, 335–36; investor defensif dan, 91, 113, 114–15, 115n, 118, 347, 350–54, 356, 363, 367; dan pengembalian dividen secara umum saham, 22; pada awal 1970-an, 4, 72–79; dan harapan untuk investor, 23, 24, 25, 27, 27n, 28, 33, 34; dan perdagangan formula, 44, 46; pertumbuhan, 297; dan pertumbuhan saham, 158; dan sejarah dan perkiraan pasar saham, 66, 67, 69, 70–71, 72–73, 74, 75, 76, 78, 79, 81; inflasi dan, 50, 51–55, 57; dan investasi dana, 231, 231n, 233; dan fluktuasi pasar, 190n, 191–92, 193n, 195, 196, 200, 201, 202, 208; dan per-saham penghasilan, 319–21; dan Raskob resep, 2; munculnya (1915–70), 50; dan keamanan analisis, 289, 291, 292, 294, 295–97, 299; dan pemilihan saham, 347, 350–54, 356, 363, 367, 376, 387–90; dan tidak populer perusahaan besar, 163, 164, 164n, 165–66; hasil saham (2003) pada, 5n. Lihat juga perusahaan tertentu
- "Teori Dow," 3, 33, 191–92, 195
- Dreman, David, 374, 400
- Drew, Daniel, 312n
- Drexel Burnham Lambert, 164n, 187, 429n, 488n
- Drexel Firestone Co., 164, 164n
- Dana Dreyfus, 230
- industri obat, 30
- Du Pont Co., 289, 292, 351, 352
- Du Pont, Glore, Forgan & Co., 266n
- dana tujuan ganda, 228, 228n

uji tuntas, 274, 275, 375, 375n

Dundee, Angelo, 145

Durand, David, 199n, 570

e*Perdagangan, 126

"menghasilkan kekuatan," 53, 513,
513–14n,

514–15, 514n, 515–16, 517, 518,
568

penghasilan: dan saran, 264n; rata-
rata,

319–21; dan tawar-menawar,
166,

167–69, 173; atas dana modal,
320, 320n; "konsensus"

tentang,

374; hutang dan keuntungan
atas modal

(1950–69), 53; dan dividen,

493–94, 506, 506n; dan

harapan bagi investor, 25n,

27, 33; menyembunyikan

benar, 428n; dan

sejarah dan perkiraan stok

pasar, 65, 69–70, 71, 72, 76, 77,

78, 85, 86; inflasi dan, 49,

51–55; dan batas keamanan,

513, 515n, 516–17; dan pasar

fluktuasi, 200, 202; pemilik,

308, 398, 399; dan per-saham

penghasilan, 315–16, 316–17n;

dan

kinerja (1871–1970), 71;

dan kebijakan portofolio untuk

investor agresif, 134, 135,

136, 140, 146, 147, 160, 163, 165,

166, 167–69, 172, 173, 181, 182,

183; dan kebijakan portofolio

untuk

investor defensif, 115, 115n,

116; nyata, 424; dan membeli

kembali

rencana, 507, 509n; dan

keamanan

analisis, 281, 283, 284, 288, 290,

291, 292, 293, 294, 295, 296, 298,

305, 308; dan spekulasi, 569;

dan pemilihan stok untuk

investor agresif, 382–83,

384, 386, 388, 390, 392, 400; dan

pemilihan saham untuk

defensif

investor, 337, 348, 349, 352–53,

354, 356, 364, 365, 371, 374.

Lihat

juga "mendapat kekuatan"; per-

saham

pendapatan; rasio

harga/pendapatan;

perusahaan atau jenis tertentu

keamanan

tes tertutup pendapatan, 283–87
 Eastman Kodak Co., 46, 289, 351,
 352
 Basis data EDGAR, 186, 250, 302–3,
 306–7, 324n, 375, 399, 438n
 Edison Electric Light Co., 21n
 Edward VII (raja Inggris Raya),
 313, 313n
 “hipotesis pasar efisien”
 (EMH), 363, 363n, 380, 380n
 Electric Autolite Co., 330
 Sistem Data Elektronik, 375
 industri elektronik, 30, 172, 172n,
 337, 437
 Elias, David, 80
 Ellis, Charles, 101, 256, 526n
 eltra Corp., 330–38, 330n,
 383
 EMC Corp., 160n, 339–46, 342n
 negara-negara pasar berkembang,
 108–9,
 148, 148n
 Emerson, Ralph Waldo, 396
 Emerson Electric Co., 330–38, 330n,
 335n, 339–46, 372
 Angkutan Udara Emery, 330–38,
 330n,
 336–37n
 Emhart Corp., 330–38, 330n, 383
 rencana pembelian karyawan, 432,
 433n
 karyawan: opsi saham untuk, 323.
Lihat juga manajer/manajemen
 dana abadi, 194, 194n, 235,
 235n
 “meningkatkan nilai pemegang
 saham,” 309,
 508–9, 508n
 Enron Corp., 14, 127, 423n, 429n,
 497, 500–501
 investor yang giat. Melihat
 investor agresif
 EPS. Lihat penghasilan per-saham
 Kereta Api Erie, 312n
 etika, 143n, 262, 262n, 269, 276n,
 280
 eToys Inc., 443–45, 443–44n
 Eversharp Co., 409

dana indeks yang diperdagangkan di
 bursa
 (ETF), 226n, 253, 253n
 Komunikasi Keluaran, Inc.,
 339–46

Expeditors Internasional dari Washington, Inc, 307, 339–46
 pengeluaran/biaya: mengendalikan kepemilikan, 219; dan dapat dikonversi masalah dan waran, 419n, 420, 420n; melakukan bisnis, 317n; dari dana investasi, 247, 248, 249, 251, 252, 253, 254; saling dana, 376–77, 377n; dari pilihan, 421; dan pendapatan per saham, 317n; penelitian, 376–77, 379n; dan pemilihan stok untuk investor agresif, 376–77, 377n, 379n; dan pemilihan stok untuk investor defensif, 367; dari perdagangan, 363n, 377n, 379n, 385n.
Lihat juga biaya/komisi

Fakta, 399
 “investasi cuaca cerah,” 521
 Fama, Eugene, 504
 Toko Dolar Keluarga, 216, 372
 Farley, William, 317n
 Fastow, Andrew, 500–501
Faust(Goethe), 415–16
 saham favorit, 247, 247n
 Fedders Co., 234
 Hipotek Nasional Federal Asosiasi (“Fannie Mae”), 110
 Dewan Federal Reserve, 2n, 19–20n, 50, 121
 biaya/komisi: untuk saran, 258, 262, 263, 263n, 266, 270, 274, 274n, 275; untuk agresif investor, 145n, 148–50, 148n, 149n, 180n; pialang rumah, 117, 128–29, 128n; pengendalian, 219; dan dapat dikonversi masalah dan surat perintah, 419n; dari dana investasi, 227, 227n, 238n, 242, 246, 247, 249n, 250,

253n; dan IPO, 139n; dan fluktuasi pasar, 200, 219; dan perubahan portofolio, 117; pada reinvestasi, 253n; dan waktu, 180n. *Lihat juga* pengeluaran/biaya

- Dana Fidelity, 15n, 37, 63, 64, 107, 110, 125, 148n, 230, 245–46, 250, 400, 420, 420n
- Paket 50–50, 5, 90–91, 156–57
- analisis keuangan, 14, 264n, 498n, 501n; dan saran, 262n, 263, 264–65, 271; kolektif kecerdasan, 380n; konsensus pendapat, 378; sebagai menciptakan penilaian, 568, 570; cacat dalam pendekatan seleksi oleh, 379; dan peramalan, 265n; fungsi dari, 263, 265, 265n, 378; dan investor institusi, 265n; dan investasi vs. spekulasi, 28–29; dan margin keamanan, 517; dan pasar fluktuasi, 190, 206; persyaratan untuk, 264; peran dari, 263, 280–81; senior dan junior, 300; dan spekulasi, 563, 568, 570, 574; dan pemilihan stok untuk investor agresif, 376, 378; dan pemilihan stok untuk investor defensif, 363. Lihat juga analisis sekuritas
- kondisi keuangan: dan umum stok, 293–94; dan dividen, 492; dan analisis keamanan, 302, 308–9; dan pemilihan stok untuk investor agresif, 384, 385, 386, 388, 401; dan stok pilihan untuk defensif investor, 337, 348, 349, 350, 369. Lihat juga perusahaan tertentu
- Financial Corp. of America, 187
- perkembangan keuangan: besar, 14–15
- lembaga/industri keuangan, 139, 269, 360–61, 411n. Lihat juga *jenis institusi atau spesifik lembaga*
- pasar keuangan: sejarah dan peramalan, 1–2, 10, 24n, 54, 54n, 65–79, 80–87. Lihat juga stok pasar rencana keuangan, 273, 278

- perencana keuangan, 129, 258n, 259n, 263n, 270n, 274, 274n, 276
- laporan keuangan. Lihat keuangan
- pemnyataan; laporan khusus
- servis keuangan
- organisasi/industri, 259–62, 360n
- laporan keuangan, 236, 324n, 328–29, 328n, 399, 432, 439, 442, 509n. Lihat juga per-share
- pendapatan; analisis
- keamanan; Tipe
- dari laporan*
- Bank Nasional Tennessee pertama, 372
- Reksa dana tangan pertama, 81, 126, 243–45
- Fischhoff, Baruch, 127
- Fisher, Kenneth, 185n
- Fisher, Lawrence, 67n
- investasi nilai tetap, 512–13. Melihat *juga jenis investasi*
- Armada Boston Financial Corp., 384n
- Real estat Florida, runtuhnya, 144
- fluktuasi, pasar, 4, 188–225, 236n, 509n; dan agresif
- investor, 33; dan aset
- alokasi, 197; dalam harga
- obligasi, 207–12; nilai buku dan, 198–200, 198n, 203n; dan otak, 220–23; dan beli-rendah-jual-tinggi
- pendekatan, 192–94; dan
- investor defensif, 189;
- contoh, 200–205; dan
- peramalan, 189–92, 190n, 206, 210; dan investasi formula
- rencana, 194–95, 195n; sebagai
- panduan untuk
- keputusan investasi, 189–92;
- sejarah (1871–1972), 65–72; dari
- portofolio investor, 195–97;
- manajer dan, 206–7; dan
- batas keamanan, 525; dan
- mispricing saham, 212–13;
- Komentar Morgan tentang, 54, 54n; dan perumpamaan Tuan Pasar, 204–5, 212–25; dan lainnya
- kesalahan orang, 221, 223;
- lapisan perak untuk, 17, 224;
- waktu

- dan harga, 189–92, 206; dan penilaian, 188, 189, 195–207, 211, 212–13
- FMC Corp., 545–46, 559–60
- Administrasi Makanan dan Obat-obatan,
AS, 167n
- Perdagangan "Empat Bodoh", 44–46
catatan kaki atas laporan keuangan,
315, 328–29, 328n, 399, 432, 439
- Forbes* majalah, 185, 185n, 337n
- penjualan paksa saham, 203, 204
- peramalan: kecanduan, 221, 223;
dan nasihat, 260–61; dan investor agresif, 179–80, 184, 378; dan "konsensus" penghasilan, 374; dan defensif investor, 131–32, 364, 364n, 374; dan analisis keuangan, 265n; dan sejarah stok pasar, 72–79, 80–87; dari inflasi, 48, 50, 54, 54n; dan dana investasi, 255; dan investasi vs spekulasi, 24n; dan fluktuasi pasar, 189–92, 190n, 206, 210; dan resep Raskob, 2; keandalan, 10; dan keamanan analisis, 281, 282n, 288–89, 291n, 293n, 298, 299; dan pemilihan stok, 364, 364n, 374, 378; dan spekulasi, 572; dan waktu, 179–80; itu tak terduga, 378
- saham/obligasi asing, 134, 138, 148, 148n, 176–77, 186–87, 239–40, 250, 252
- investasi/perdagangan formula, 28–29, 41–46, 90–91, 192. Lihat juga *rumus khusus*
- rencana/perencana formula, 194–95, 195n
- waktu formula, 156–57
- Harta benda* 500 daftar, 181, 426n, 500
- Perawatan Empat Musim, 234
- 401(k) rencana, 64, 104, 105, 106, 111n,
126–27, 147, 215, 249
- Dana Modal FPA, 397, 400

- perusahaan "waralaba", 172, 172n, 374, 401, 422, 433–37
- Franklin, Benyamin, 124, 505
- Franklin Utilitas, 354n
- penipuan, 14, 236, 324n, 369, 413, 429n, 442n, 450n
- Francis, Kenneth, 504
- Penugasan Prancis, 415, 415n
- Fridson, Martin, 329
- Studi Teman-Blume-Crockett, 377, 377n
- teman atau kerabat: saran dari, 270
- Froelich, Robert, 81 tahun
- Buah dari Alat Tenun, 317n
- industri dana. Lihat dana investasi
- Investasi Fundamental Co., 230
- Galbraith, Steve, 38n, 369
- Galileo Select Equities Fund, 245
- Organisasi Gallup, 83, 84
- Galvin, Thomas, 190n
- "kekeliruan penjudi," 458n
- perjudian, 19n, 21, 36, 46, 199n, 368, 464, 518–19, 519n, 525, 530, 535, 535n
- Gannett Co., 372
- Gardner, John, 438
- Gerbang, Bill, 162n, 185
- GEICO. Lihat Pegawai Pemerintah Asuransi Co.
- Investor Amerika Umum, 241
- General Electric Co., 55, 160, 181, 182, 183, 247, 289, 295–97, 351, 352, 372, 575–73
- General Foods Corp., 289, 351, 352
- General Motors Corp., 2, 46, 166, 289, 292, 295–97, 351, 352, 410n
- Akuntansi yang Diterima Umum Prinsip (GAAP), 316n, 325n
- Georgeson Pemegang Saham, 501n
- Gillette, 217, 304, 307, 401
- Tukang Kaca, James K., 80, 102n
- Global Crossing Ltd., 14, 127, 303, 304n, 324–25, 325n, 326, 497
- Goethe, Johann Wolfgang Von, 415–16
- emas, pembelian, 55, 55–56n
- Goldman Sachs & Co., 404n, 443
- keputusan yang baik: faktor-faktor yang
- karakterisasi, 528–29
- Goodbody & Co., 266n
- niat baik, 374, 389, 389n, 390, 392, 398, 428, 439, 440, 441n, 453, 568
- Goodyear Tire Co., 289, 351, 352
- Gordon, Robert N., 224n
- Persamaan Gordon, 25n
- Kuangan Pegawai Pemerintah Corp., 533n
- Asuransi Pegawai Pemerintah Co. (GEICO), 228n, 494, 532–33, 532–33n, 535, 535n
- Hipotek Nasional Pemerintah Asosiasi ("Ginnie Mae"), 110
- Graham, Benjamin: Penghargaan Buffett
- ke, ix, x; prinsip bisnis, 523–24; definisi investasi dari, 19, 35, 35n, 45; murid dari, 537–60; prakiraan, 25, 25n; salah penilaian, 49–50, 50n; Komentar Zweig tentang, xi–xiv
- Graham, John R., 180, 180n
- Graham-Newman Corp., 228n, 380–83, 380n, 533n, 541
- Metode Graham-Newman: ringkasan, 380–83
- Hukum Graham, 46
- Grainger (WW), 372
- Great Atlantic & Pacific Tea Co., 200–205, 202n
- keserakahan, 197, 437, 437n
- Greenspan, Alan, 179–80
- Grup Rexel, 469n
- pertumbuhan, 15, 228, 264n, 414; rata-rata, 319–21; perhitungan tarif masa lalu dari, 319–21; definisi, 157; dan dividen, 490, 491–92, 506; dan sejarah dan peramalan pasar saham, 73, 85, 87, 184; dan batas keamanan, 516, 517; dan fluktuasi pasar, 9, 199n; reksa dana untuk, 158n,

159n, 161, 228n; dan per-saham
penghasilan, 319–21, 321n; dan
kebijakan portofolio untuk
agresif

- investor, 156, 157–62, 158–59n, 181–84; dan kebijakan portofolio untuk investor defensif, 114, 115–17, 123; nyata, 85, 87; dan risiko, 160; dan analisis keamanan, 281, 282, 282n, 294–98, 300, 305; lambat di bawah, 321n; spekulatif, 85, 87, 569, 570; dan pemilihan stok untuk investor agresif, 379, 384, 386, 390, 392, 401; dan pemilihan saham untuk defensif investor, 338, 347, 348, 349–50, 352–53, 354, 355, 356, 364, 369, 371, 374; dan jenis investor, 6–8. Lihat juga perusahaan tertentu
- Guerin, Rick, 544
- Gulf & Western Inc., 412
- Minyak Teluk, 488n
- H & R Block, Inc., 401, 455–58, 456n, 470
- Harley Davidson, 304
- Harvey, Campbell R., 180, 180n
- Hassett, Kevin A., 80, 102n
- Hawkins, O. Mason, 399–400
- Hayden, Stone & Co., 266n
- Haydon Seitch and Instrument Co., 576
- Hazlitt, William, 313n
- lindung nilai: dan investor agresif, 381; dan masalah yang dapat dikonversi dan waran, 420n; dan defensif investor, 106n; dan definisi investor cerdas, 13, 13n; dan harapan bagi investor, 26n, 32, 33n; dan setengah pagar, 61; dan inflasi, 55–56, 61; dan dana investasi, 226–27, 227n; "terkait" dan "tidak terkait", 381, 381n, 382, 382n
- Heine, Maks, 396
- Heinz (HJ), 373
- Dana Hennessy, 44n
- menggiring, 247, 546
- obligasi dengan imbal hasil tinggi. Lihat obligasi sampah
- Hoffman, Mark, 478, 479
- "bias rumah," 127

- Home Depot, 181, 182, 183
 Honda, 250
 Honeywell Corp., 330n
 Horizon Corp., 234
 pengambilalihan yang tidak bersahabat, 32–33n, 429n, 488n
 Rumah Tangga Internasional, 373
 Perumahan dan Pembangunan Perkotaan (HUD), Departemen AS, 96n
 Obligasi Otoritas Perumahan, 94–95, 96
 Houston Light & Power Co., 357
 "Berapa harganya?" pertanyaan, 8–9, 15
 Hudson Pulp & Kertas, 543
 "faktor manusia" dalam seleksi, 365
 Grup Konsultasi Huron, 324n
 hiperinflasi, 60n
- I-bond, 110
 Ibbotson Associates, 61n, 62, 131, 131n, 404n, 419
 "Dalam Uang" (CNN-TV), 126n
 pendapatan, 106–7, 136, 259, 398, 419, 421, 516, 571–72. Lihat juga spesifik *perusahaan*
 obligasi pendapatan, 99–100, 136
 pajak penghasilan. Lihat pajak "dana inkubasi," 246
 dana pengindeksan: dan saran, 277n; dan investor agresif, 180, 396; Nasihat Buffett tentang, 249n; kepemilikan wajib untuk, 476; dan masalah yang dapat dikonversi dan waran, 419n; dan defensif investor, 124, 130, 132, 347n, 367, 368, 375n; kekurangan dari, 249; dan dana investasi, 248–49, 248n, 249; dan pasar fluktuasi, 219; dan keamanan analisis, 290n; dari total AS pasar saham, 347n, 367. Lihat juga dana indeks yang diperdagangkan di bursa (ETF)
 obligasi industri, 155, 284, 285, 287
 Bank Nasional Industri Rhode Pulau, 384, 384n
 saham industri, 359, 387–90

- industri: analisis, 298–99;
memprediksi pertumbuhan, 6–8, 6–7n
- inflasi, 3, 24, 47–57, 58–64, 294;
akurasi tingkat, 58n; sebagai
mati, 58, 58n, 59–60; dan
investor defensif, 23, 25n, 26,
26n, 102, 113, 114, 364n; dan
sejarah dan perkiraan stok
pasar, 48, 50, 54, 54n, 83, 85,
86, 87; dan ilusi uang,
59–60; nominal dan riil, 59; dan
harga, 49, 61, 62; perlindungan
melawan, 23, 55–56, 61–64; dan
resep Raskob, 2n; dan
pengembalian/hasil, 50, 54, 57, 62;
dan
risiko, 47n, 55, 57; dan pajak, 50,
63–64; dan nilai, 58. Lihat juga
jenis keamanan
- Informix Corp., 328–29n
- InfoSpace, Inc., 323, 428–29n
- penawaran umum perdana (IPO),
139,
139n, 140, 140–41n, 142–43n,
150–54, 246, 270n, 312n, 434–35,
435n, 438, 444n, 528n. Lihat juga
perusahaan tertentu
- Inktomi Corp., 212–13
- Insana, Ron, 342n
- perdagangan orang dalam, 479n
- investor institusi, 115, 194,
194n, 249n, 265n, 343, 375, 501n
- perusahaan asuransi, 177, 210,
211–12, 360n, 495n, 501n, 518
- Intel Corp., 160n
- investor cerdas: sebagai pebisnis,
523; karakteristik, 13–14;
dan “mengendalikan
terkendali,” 219; jalan
menjadi, 101–2
- bunga, 15, 258, 505n; dan
investor agresif, 134, 134n,
135, 136, 140, 146, 147, 160, 173;
dan tawar-menawar, 173;
menggabungkan,
570; dan Cramer’s
rekomendasi, 16; dan
investor defensif, 89, 93–94,
95, 97, 98, 98n, 99, 99n, 100,
106–7, 106n, 109, 110, 111, 113,

121–22, 364n; dan harapan bagi investor, 22–29, 33; tetap, 211; dan sejarah dan peramalan pasar saham, 70, 76, 77, 78; inflasi dan, 54, 55; dan margin keamanan, 515, 515n, 516; dan analisis keamanan, 283, 284, 298, 298n, 301, 308; dan pajak, 99n, 100, 561, 562. Lihat juga *perusahaan atau jenis tertentu keamanan*

376–78; maksud/tujuan, 227,

Mesin Bisnis Internasional

(IBM), 6, 7, 73, 116, 116n, 160, 199, 234, 295–97, 384, 390, 392, 456, 491, 565–67, 578

Rasa & Wewangian Internasional, 458–61, 458n, 470

Teknologi Game Internasional, 216

International Harvester Co., 289, 295–97, 351, 352, 458–61, 458n, 460n, 470

Nikel Internasional, 289, 311, 351, 352

International Paper Co., 289, 351, 353

Telepon Internasional & Telegraf, 412

Internet: sebagai sumber saran, 258n

Perusahaan internet, 6n, 14, 15, 40–41, 270n, 337n, 435n, 437n, 508n, 530

bank/bankir investasi, 141, 360n, 428–29n; dan saran, 257, 268–70; dan agresif investor, 140, 141, 142–43n, 152, 172n; dan IPO, 435n, 437; dan reformasi Wall Street, 437, 437n; peran, 268–70

Perusahaan Investasi Amerika, 230

kontrak investasi, 219, 225, 529

perusahaan konseling investasi, 20, 28,

29, 258–59, 259n, 260, 270

dana investasi: dan periklanan, 251; saran tentang, 231; dan investor agresif, 152, 159,

- 228, 229; aset kaki gajah dari, 246, 251, 252; dan seimbang investasi dana, 241; bank-dioperasikan, 4, 235; dan "memukul" pasar," 250–52, 255; perubahan dalam, 254; ujung tertutup vs. ujung terbuka, 238–41; penutupan, 251, 252; dan saham biasa, 226, 229, 231, 236, 241, 249n; dan berani tampil beda, 250, 252; dan investor defensif, 29, 226, 360–61; dividen pada, 227, 238; dan pendapatan, 227, 232; pengeluaran/biaya sebesar, 227, 227n, 238n, 242, 246, 247, 248, 249, 249n, 250, 251, 252, 253, 253n, 254; komentar Graham tentang, 226–41; dan saham pertumbuhan, 7, 228; dan stok "panas", 6–7n; dan bunga, 227; manajer, 4, 229–32, 245–46, 246n, 247, 249, 250, 252, 254; cara penjualan, 227; jumlah, 226; dinilai terlalu tinggi, spekulatif investasi dari, 5; pertunjukan dari, 229–32, 237, 243–45, 248, 251, 252, 253, 254; harga, 250; pertanyaan tentang, 228; peringkat dari, 252, 252n; pendaftaran, 226, 226n; peraturan, 226, 237; kembali, 241, 246, 247, 248, 249, 250, 252, 253, 254, 255; dan risiko, 232, 233, 237, 246, 247, 251, 252; pilihan, 255, 360–61, 376–78; perilaku malu-malu dalam, 247; pajak atas, 227, 241, 250, 251, 254; waktu untuk menjual, 254, 256; omset saham masuk, 247; jenis/klasifikasi, 226, 228; Komentar Zweig tentang, 242–56. Lihat juga tutup-akhir dana; reksa dana
- "Kontrak Pemilik Investasi," 219, 225
- pernyataan kebijakan investasi, 278
- perwalian investasi, 226n

investasi: konvensional dan nonkonvensional, 520; definisi, 519; harapan untuk, 22–34; “cuaca cerah”, 521; komentar Graham tentang, 18–34, 520–24; Definisi Graham tentang, 19, 35, 35n, 45; pentingnya jangka panjang, 565–66; uang dalam jumlah besar, 543; perubahan besar sejak tahun 1964 di, 22–24; batas keamanan sebagai konsep sentral dari, 512–24; peluang untuk, 521, 532–34; spekulasi vs., 10, 18–34, 35–46, 519–20; Zweig's komentar tentang, 35–46. Lihat juga

topik tertentu

investor: aktif dan pasif, 101–2; aktivisme dari, 460, 460n; awal, 128; konsistensi dari, 402; mengendalikan perilaku, 24n, 223, 278, 529, 530; keberanian dari, 524, 535; definisi panjang-istilah, 150; disiplin, 24n, 105, 193n, 220, 402; dan dividen, 489–96; lansia, 17; emosi dari, 8, 14, 19, 102, 193n; dan “meningkatkan pemegang saham nilai,” 309; harapan untuk, 22–34, 25n, 27, 219; fungsi dari, 497–98; komentar Graham sekitar, 487–96; inflasi dan, 47–57; sebagai pemilik yang cerdas, 499, 501–2; kepentingan, 499, 508n, 510; kontrak investasi dari, 219, 225, 529; ironis situasi, 364n; manajer sebagai, 250, 252; dan manajer/manajemen, 487–96, 497–511, 498n, 502–6; arti istilah, 18–22; mengukur keberhasilan, 217–20;

sebagai campuran agresif dan defensif, 176, 178; dan lainnya kesalahan orang, 203, 221, 223; situasi pribadi, 119–21; memprediksi perilaku, 24n, 223;

- investor (lanjutan)
 penyebab utama kegagalan
 oleh,
 217n; dan bahan proksi,
 499n, 500–502, 501n; psikologi
 dari, 8, 51, 103, 119, 196, 272–73;
 “sembro””, 19; hubungan
 dengan
 perusahaan dari, 162, 162n, 203;
 diri sendiri-
 perilaku mengalahkan, 12, 15;
 pengetahuan diri tentang, 102;
 domba
 perilaku, 498; spekulasi
 dibedakan dari, 1–2, 10,
 18–34, 35–46, 205–6; teori vs.
 praktik tentang, 497–98,
 498n; seperti memikirkan diri
 sendiri, 215,
 217; jenis, 6; dan siapa
 uang itu?, 502–6; Zweig’s
 komentar tentang, 497–511.
 Melihat
juga tipe investor
 Dana Saham Investor, 230
 IPO. Lihat penawaran umum
 perdana
 Akun IRA, 64, 111n
 ITI Corp., 384
- JB Hunt Transportasi, 216
 JP Morgan Chase, 82
 Jackson, Phil, 39
 Dana Internet Jacob (Ryan), 236n
 Jantzen Inc., 391, 392
 “Efek Januari,” 41–42, 46
 Dana Teknologi Global Janus,
 243–45
 Jepang, 61n, 187
 JDS Uniphase Corp., 14, 323, 505,
 527–28
 Batubara Dataran Tinggi Jeddo, 543
 Jefferson-Pilot, 373
 Yesus: referensi Graham ke, 498n
 Jobs, Steve, 510
 Johnny-One-Note Co., 304
 Johns Manville Corp., 175n, 289, 351,
 353
 Johnson & Johnson, 183, 183n, 305,
 373
 Kontrol Johnson, 373
 Jones, Charles, 128n
 Jordan, Michael, 83
 Jos.A. Bank Clothiers, 216

masalah saham junior. Lihat
 saham biasa
 obligasi sampah, 96, 96n, 108–9, 145–
 47,
 145n, 173n, 251, 420n, 429n,
 488n
 Layanan Online Juno, 40, 40n
 “Lakukan saja apa yang berhasil,”
 42–44

Kadlec, Charles, 80
 Kahneman, Daniel, 151, 221, 528
 Kaplan, GE, 235–36
 Karp, Morris, 450n
 Kayos, Inc., 447n
 Kayser-Roth Co., 393, 395
 Keluarga Keck, 491n
 Dana Kemper, 81
 Akun Keogh, 64
 KeyCorp, 373
 Keynes, John Maynard, 133n
 Kierkegaard, Soren, 180
 Kimberly-Clark, 373
 King Resources Co., 234
 Klingenstein, JK, 525–26
 Knapp, Tom, 542
 Kozlowski, L. Dennis, 442n
 Kutyna, Donald, 339

Lamont, Owen, 139n Landis,
 Kevin, 81, 126, 126n Lasus,
 Jay, 369
 tuntutan hukum, 175, 175n
 Lee, Kate Leary, 180
 Leffler, Edward G., 242
 Legg Mason Nilai Kepercayaan, 397,
 399
 Leggett & Platt, 373
 Lehman Corp., 241
Pelajaran untuk Investor(Graham), 571,
 572
 stok surat, 3, 3n, 227, 227n, 236
 Grup Leuthold, 337n
 daya ungkit, 294
 pembelian dengan leverage, 32–33n,
 429n
 Levin, Gerald M., 442, 443
 LexisNexis, 399
 kewajiban, 348, 355, 356, 369, 370,

371, 385, 391n, 398. Lihat juga
perusahaan
tertentu

- Lichtenberg, GC, 497
 asuransi jiwa, 89, 118, 361
 Lilly (Eli), 373
 Teknologi Linier, 370
 Ling-Temco-Vought Inc., 4n, 412,
 417, 422, 425–29, 425–26n
 Lipper, Inc., 248, 253
 likuidasi, 32, 381
 likuiditas, 203, 312n
 LJM Corp., 500–501
 memuat dana, 227
 Lockheed Martin, 216
 "jangka panjang": berapa lama, 113n
 Manajemen Modal Jangka Panjang
 LP, 13
 Mitra Daun Panjang, 250, 251, 399–
 400
 Loomis, Carol, 181
 Lorie, James H., 67n
 kerugian, 224, 273, 420, 421;
 "membawa
 maju," 318n; biaya, 526; dan
 Definisi Graham tentang
 investasi, 35, 35n; pentingnya
 menghindari, 12–13; dan
 margin
 keamanan, 516, 518, 525–28,
 529,
 530; dan pendapatan per
 saham,
 314, 316, 318n; "Betulkah
 mengerikan," 15; dan pajak,
 561,
 562. Lihat juga perusahaan
 tertentu
 saham pengganda rendah, 387–90,
 400,
 451, 515–16
 Perusahaan Lowe, 373
 LSI Logic Corp., 370
 LTV Corp., 426n
 Lubin, Melanie Senter, 275
 Lucent Technologies Inc., 14, 303,
 438–40
 keberuntungan, 243, 396, 525, 533,
 535n
 Lynch, Peter, 15n, 125–26, 250
 akun "uang gila", 21–22, 46
 Dana Pertumbuhan & Tenaga
 Listrik, 251
 manajer/manajemen:
 kompensasi untuk, 306, 316n,
 401, 501, 507–8, 509, 509n,
 510–11; kompetensi dari,
 293, 487,
 499; dan masalah yang dapat
 dikonversi dan
 waran, 411; dan berani menjadi

- berbeda, 250, 252; dan dividen, 341n, 489–92; efisiensi dari, 499, 503; fungsi dari, 508n; Komentar Graham tentang, 487–96; dan kepentingan investor, 499, 508n, 510; dana investasi, 229–32, 245–46, 246n, 247, 249, 250, 251, 252, 254, 290n; milik investor hubungan dengan, 487–96, 497–511, 498n; dan fluktuasi pasar, 206–7; bermigrasi, 245–46; perilaku buruk, 14, 497; dan pendapatan per saham, 315–16, 322; miskin, 488; sebagai promotor, 307; dan rencana pembelian kembali, 506–9; reputasi, 251; dan keamanan analisis, 293, 302, 305–7, 309; sebagai pemegang saham, 250, 252; persediaan pilihan untuk, 322, 507–8, 507n, 509, 509n, 510–11; dan stok seleksi untuk agresif investor, 379, 399–400, 401, 402; kekayaan, 341n; dan siapa uang itu?, 502–6
- Manhattan Fund, Inc., 233–35
- akun margin, 21–22, 21n, 47n, 193, 267
- batas keamanan, 10, 296, 301, 349, 371, 399, 401, 512–31, 515n, 519n, 537, 547, 571, 574
- Marsh, Paul, 113n
- Trust Investasi Massachusetts, 230
- matematika, 569–70
- Mattel Inc., 234, 303
- Produk Terintegrasi Maxim, 370
- Maxwell Motors Co., 293
- May Department Store, 373
- Mesin Pemanen McCormick Co., 458n
- McDonald's Corp., 373
- McGraw Edison, 461–62, 461n, 470
- McGraw-Hill, Inc., 135, 373, 461–62, 461n, 470, 471, 472
- Merck & Co., 373
- Perusahaan Linotype Mergenthaler, 330

- merger dan akuisisi: dan investor agresif, 173, 174, 381, 389n, 393, 393n, 401; dan sejarah kasus, 422, 424, 424n, 426, 426n, 438, 440–43, 441n; dan investor defensif, 374; dan dividen, 505, 505n; dan investasi vs. spekulasi, 32, 33n; dan pendapatan per saham, 323; dan analisis keamanan, 303, 303n; seri, 474n; saham vs uang tunai dalam, 505n
- Merrill Lynch & Co., 266n, 405n, 406n, 410n, 443
- Teknologi Mikron, 326–27
- Microsoft, 115n, 116n, 150, 151, 162n, 185, 247, 505, 505n
- Strategi Mikro, 368, 369
- Miller, Merton, 494n
- Miller, William, 397, 399
- Minkow, Barry, 433–34n
- Sistem Ayam Minnie Pearl Inc., 463, 466
- Mobil Corp., 491n
- Modigliani, Franco, 494n
- Uang* Majalah, 45, 255, 368, 530
- “manajer uang”, 235–36, 237, 360n, 400, 501n
- dana pasar uang, 107, 108–9
- “Moneyline” (program CNN), 81
- monopoli, 304, 356, 401
- Montaigne, Michel de, 272
- Dana Internet Monumen, 15, 15–16n, 243–45
- Layanan Investasi Moody, 95, 260, 501n
- Morey, Matthew, 252n
- Morgan Fun-Shares, 253
- Bank Garansi Morgan, 235n
- Morgan Stanley, 39, 115n, 371, 374–75
- Morgan, JP, 54, 54n
- Morningstar: peringkat oleh, 252; situs web untuk, 129n, 148n, 157n, 159n, 183, 186, 227n, 252n, 374n, 375, 397, 420n

- hipotek, 108–9, 110, 173, 360–61, 360n
- Motorola, 81
- Perumpamaan Tuan Pasar, 204–5, 212–25, 380n, 531
- Tuan Pajak Amerika, 433n, 434
- Mulford, Charles, 329
- Munger, Charles, 401, 544, 554–55
- obligasi daerah, 24, 259, 520; dan investor agresif, 134n, 155; dan investor defensif, 92, 95, 106, 106n, 108–9; fluktuasi dalam harga, 208, 210; dan dana investasi, 251, 253
- Murray, Nick, 278
- reksa dana: dan agresif investor, 141n, 145, 145n, 147, 148, 158n, 159n, 187, 377, 377n, 379n; sebagai hampir sempurna, 242; dan memilih "beli apa yang Anda tahu", 127; karakteristik, 242; dana tertutup vs. open-end, 238–41; penutupan, 237–38n; dan masalah yang dapat dikonversi dan waran, 420; dan perusahaan obligasi, 283n; penurunan dana diinvestasikan dalam, 17; dan defensif investor, 28, 28n, 89, 96n, 105, 128, 128n, 129–30, 354n, 356n, 360–61, 369; pengeluaran/biaya, 128n, 219, 242, 376–77, 377n; portofolio "terfokus" dari, 290n; saham dan obligasi asing di, 148, 187; dan perdagangan formula, 44; dan saham pertumbuhan, 158n, 159n, 161; dan inflasi, 64; pengenalan, 242; untuk sampah obligasi, 145n, 147; manajer dari, 290n; dan fluktuasi pasar, 6–7n, 7, 218; dan penawaran baru, 141n; kinerja, 229–32, 242, 245n, 377, 377n; berharga logam, 56n; dan sikap publik tentang saham, 20n; Registrasi dari, 226, 226n; sebagai "diatur" perusahaan investasi" (RIC), 227–28n; kembali, 253, 290n;

- dan perusahaan sekunder, 172n; dan analisis keamanan, 290n; topi kecil, 369; dan spekulasi, 5, 37; dan “pasti hal,” 15, 15–16n; pajak, 227–28n, 242, 562–63; jenis dari, 226–27, 227n. Lihat juga dana investasi; dana tertentu
- Reksa Dana Seri, 396
- nama merek, 392, 401
- NASDAQ, 38, 81, 149n, 152, 186, 190n, 217n, 359, 406n, 414n
- National Biscuit Co., 393
- Mesin Kasir Nasional, 234
- National General Corp., 4n, 412, 415, 463–66, 466n, 470, 472
- Dana Investor Nasional, 230
- Industri Presto Nasional, 168, 391, 393, 463–66, 466n, 470, 514
- Corp Pemasaran Mahasiswa Nasional, 234, 235n, 481n
- Navistar, 458n, 460n
- Neff, John, 228n
- Nelson, F. Barry, 419
- nilai aset bersih. Lihat nilai buku aset lancar bersih. Lihat bekerja modal
- ilmu saraf investasi, 220–23
- Surat utang Komunitas Baru, 95, 96, 155
- Kereta Api New Haven, 286
- Otoritas Perumahan Baru, 96, 96n, 155
- penawaran baru, 172, 253n, 405; dan nasihat, 268–69; dan agresif investor, 134, 139–44, 172, 174–75, 176–77, 392; dan kasus sejarah, 433–37; umum stok, 139n, 141–44, 269; dan investor defensif, 176; dan investasi vs spekulasi, 28; dan fluktuasi pasar, 193; dan pendapatan per saham, 312n;
- dan peran bankir investasi,

- 268–69. Lihat juga
 penawaran umum perdana
 Kereta Api Pusat New York, 424n
 New York Edison Co., 567–68
 Institut Keuangan New York, 473
 Bursa Efek New York (NYSE):
 saran dari anggota, 261,
 264, 267, 270, 271; kebangkrutan
 dari perusahaan yang terdaftar,
 266;
 dan tawar-menawar, 186; bel
 penutup
 pada, 35; perbandingan empat
 perusahaan yang terdaftar di,
 330–38;
 dan perbandingan surat
 berharga, 1;
 dan masalah yang dapat
 dikonversi dan
 waran, 413n; biaya perdagangan
 saham di, 149n; "pelanggan'
 pialang" sebagaimana terdaftar,
 264;
 dan berurusan dengan pialang
 rumah, 138, 139, 266, 267; dan
 dividen, 493, 493n, 494n; biaya
 untuk saham yang tercatat di,
 128n;
 saham dengan harga tertinggi
 pada, 491n;
 dan laba per saham, 315;
 dan kebijakan portofolio untuk
 investor agresif, 186; dan
 pemilihan stok untuk agresif
 investor, 202, 377, 377n; dan
 pemilihan saham untuk defensif
 investor, 356; dan pemecahan
 saham,
 493, 493n; perputaran saham
 pada,
 37, 266–67; dan Perang Dunia I,
 10
 New York Trap Rock Co., 543
 Newman, Jerome, 532–33, 532–33n
 Newman, Paul, 447n
 berita, pasar saham, 221–23, 223n
 Newton, Isaac, 13–14, 15
 Niagara-Mohawk Power Co., 357
 Saham "Nifty Fifty", 336–37n
 Nissim, Doron, 506, 506n
 Nixon, Richard M., 50n
 dana tanpa beban, 227, 227n, 239
 Nokia, 81
 obligasi yang tidak dapat dikonversi,
 98–99, 134
 Norfolk & Barat, 425
 Kereta Api Selatan Norfolk, 217n,
 362n, 425n
 Norsk Hydro, 250

- Nortek, Inc., 483–84
 Nortel Networks, 184, 483–84
 Kereta Api Pasifik Utara, 168,
 207–8, 209
 Northwest Industries Inc., 317–18,
 317n, 412
 Obligasi Norwegia, 138
 Sistem Novellus, 370
 Nucor Corp., 373
 NVF Corp., 411, 422, 429–33, 429n,
 433n, 576–77
 Nygren, William, 397, 399
- Dana Oakmark, 251, 397, 399
 Odean, Terrance, 149, 150n, 151
 perusahaan minyak, 291, 291n, 292
 papan pesan online, 502
 perdagangan online, 38–39, 128, 272,
 344,
 345
 dana terbuka, 116, 237–38n,
 238–41. Lihat juga reksa dana
 OPM (Uang Orang Lain), 303,
 303–4n
 peluang: mengakui, 532–34,
 535n
 opsi, panggilan, 421
 opsi, stok, 3, 3n, 306, 308, 316n,
 322, 323, 398, 400, 421, 507–11,
 507n, 509n, 522n. Lihat juga
 surat perintah; perusahaan
 tertentu
 Oracle Corp., 505, 508–9
 Dana Teknologi Berkembang
 Orbitex,
 16n, 244
 perintah: eksekusi, 267–68
 O'Shaughnessy, James, 42–44, 44n,
 45
 penilaian berlebihan, 5, 14, 81, 172,
 246,
 261, 505; dan agresif
 investor, 163, 172, 382;
 “kekeliruan penjudi” tentang,
 458n; dan rencana pembelian
 kembali,
 508n, 509. Lihat juga spesifik
perusahaan
- Owens-Illinois Glass Co., 289, 351,
 353
 penghasilan pemilik, 308, 398, 399
 pemilik: cerdas, 499, 501–2

- rasio P/E. Lihat rasio harga/penghasilan
 Pacific Gas & Electric Co., 357
 Pacific Partners, Ltd., 556
 PacTel, 327
 PaineWebber, 41, 83
 Palm, Inc., 479–80
 Panhandle Eastern Pipe Line Co., 357
 Parker Pen Co., 391, 392
 Pascal, Blaise, 35, 392, 529–31
 “Taruhan Pascal,” 392n, 529–31
 paten dan merek dagang, 374
 Teknologi PBHG & Dana Komunikasi, 243–45
 Penn Central Railroad, 4n, 94, 286, 362, 384, 422, 423–25, 423n, 424n, 425n, 466n, 564–65
 Pennsylvania Electric Co., 424
 dana pensiun, 84, 194, 194n, 308, 316n, 327–28, 398, 429n, 501n, 545–46. Lihat juga perusahaan tertentu
 Peoples Gas Co., 357
 PepsiCo Inc., 373, 477
 pendapatan per-saham: dan agresif investor, 398; dan umum stok, 318, 320; dan dapat dikonversi masalah dan waran, 316, 318, 411, 414, 416; dan defensif investor, 338, 348, 351; dan dividen, 492; Graham's komentar tentang, 310–21; dan batas keamanan, 514n; dan rencana pembelian kembali, 506–7, 508; Komentar Zweig, 322–29. Lihat juga perusahaan tertentu
 kinerja: dan saran, 275; dan investor agresif, 172n, 376–78, 377n, 379n, 388; dan investor defensif, 348, 356; faktor-faktor yang mempengaruhi, 85; dan Definisi Graham tentang investasi, 35, 35n; pertumbuhan saham, 451–52n; dan pasar fluktuasi, 203; dan per-saham penghasilan, 321; sekunder perusahaan, 172n; dan keamanan analisis, 291n, 292, 293n,

- 299–301; dari nilai saham, 451–52n; mode, 4. Lihat juga “mengalahkan pasar/rata-rata”; *perusahaan atau jenis tertentu keamanan*
- dana kinerja, 228, 228n, 232–37
- Sistem Kinerja Inc., 463
- Investasi Perimeter (Stan), 545, 557
- majalah: sebagai sumber nasihat, 257–58, 258n
- Perot, H. Ross, 266n
- Paradoks St. Petersburg, 570
- Pfizer, Inc., 167n, 247, 373
- Philadelphia Electric Co., 357
- Philip Morris, 175n
- Pickens, T. Boone, 488n
- Piecyk, Walter, 41 tahun
- Dermaga 1 Impor, 216
- Pimco, 110
- Grup Pinault-Printemps-Redoute, 469n
- Plato, 251
- Grup Plexus, 42, 149n
- Polaroid, 234, 392
- portofolio: untuk investor agresif, 101, 133–44, 145–54, 155–78, 179–87, 376–95; pilot otomatis, 128–29, 130–32, 223; dasar karakteristik, 89; perubahan ke, 117; kacau, 273; sebagai kombinasi aktif dan cara investasi pasif, 102; dan saham biasa, 112–23, 124–32; untuk investor defensif, 89–100, 101–11, 112–23, 124–32, 337–38, 347–66; Graham's konsep sesuai individu, 18–34; inflasi dan, 47–57; “bertangga,” 106n; pasar fluktuasi dan, 195–97; pendekatan negatif untuk pengembangan, 133–44, 145–54; 100– stok, 105; gambaran umum tentang, 1–11; memiliki saham perusahaan di, 126–27; pendekatan positif untuk

- pengembangan, 155–78, 179–87;
- penyeimbangan kembali dari, 104–5, 180n, 197,
- 219; vodka-dan-burrito, 148.
- Lihat
- juga* alokasi aset; pilihan,
- persediaan
- pelacak portofolio, 117n, 397
- Posner, Victor, 429n
- Industri PPG, 373
- "Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu," 414
- logam mulia, 55, 55–56n
- prediksi. Lihat perkiraan
- saham preferen: dan agresif
 - investor, 98, 133, 134–37, 134n,
 - 139, 140, 142, 166, 173, 176–77,
 - 381; dan dana pertimbangan, 241;
 - dan tawar-menawar, 166, 173;
 - dan
 - masalah yang dapat dikonversi
 - dan
 - waran, 404, 405, 406, 406n,
 - 412, 415, 417; dan defensif
 - investor, 89, 98–99, 100, 108–9,
 - 111, 121, 176, 365; dividen pada,
 - 98–99, 99n, 134n, 285n, 323, 404,
 - 516; dan bisnis Graham
 - prinsip, 523; dan inflasi,
 - 48; dan dana investasi, 241;
 - dan batas keamanan, 512, 513,
 - 516, 520; dan penawaran baru,
 - 140, 142, 405; dan per-saham
 - penghasilan, 318, 323; harga
 - fluktuasi dalam, 210–11; harga
 - catatan, 405, 406; peringkat untuk,
 - 210; direkomendasikan
 - "cakupan"
 - untuk, 284; dan risiko, 283–87;
 - dan
 - analisis keamanan, 281, 283–87,
 - 293–94, 308; sebagai saham
 - senior
 - masalah, 285n; beralih antara
 - umum dan, 411–13; hasil,
 - 573. Lihat juga perusahaan
 - tertentu
- harga: dan saran, 261; dan
- kebangkrutan, 423n; Prasmanan
- komentar tentang, 540–41;
- perhitungan pasar sebenarnya,
- 416;
- dan perbandingan empat yang
- terdaftar
- perusahaan, 330–38, 334n, 337n;
- dan masalah yang dapat
- dikonversi dan
- waran, 405, 406, 415, 416;
- penurunan saham biasa, 3; dari

harga (lanjutan)

saham delisting, 385n; dan dividen, 490, 491, 494n; dan penghasilan, 115–16, 318n; dan harapan bagi investor, 24, 24n, 31, 32; “kekeliruan penjudi” tentang, 458n; dan sejarah dan perkiraan pasar saham, 65, 69, 70, 71, 73, 74, 77, 78, 81, 83, 84, 84n, 85, 334; dan inflasi, 61, 62; dan dana investasi, 238, 239, 241, 250; dan investor-hubungan manajemen, 487, 488; dan margin keamanan, 513, 515n, 516, 517–18, 521, 521n, 522, 522n; dan fluktuasi pasar, 17, 23–24, 189–92, 207–12; dan kesalahan harga saham, 212–13, 363n; dan penawaran baru, 140, 142, 143–44; dan portofolio kebijakan untuk investor agresif, 4, 133–44, 136n, 158, 159, 163, 165–69, 171, 172, 174–78, 181, 183; dan kebijakan portofolio untuk investor defensif, 97, 111–16, 113–14n, 122, 124, 176; dan rencana pembelian kembali, 507, 507n, 508n; dan risiko, 17, 122; dan analisis keamanan, 302–9; dan spekulasi, 572; dari stok pilihan, 306; dan pemilihan stok untuk investor agresif, 378, 382–83, 384, 386, 388, 389, 390, 391; dan pemilihan stok untuk investor defensif, 338, 347, 348, 349, 350, 350n, 351, 354, 355, 356, 359, 363, 363n, 364, 365, 374–75; dan waktu, 189–92; ketidakpastian, 24, 24n; dan nilai, 10, 32, 36, 39n, 40, 122, 206, 521, 522, 541; grosir, 76, 77. Lihat juga apresiasi; tawar-menawar;

fluktuasi, pasar; inflasi; rasio harga/pendapatan; spesifik perusahaan pembekuan harga dan upah, 50n

- rasio harga/penghasilan: dan saran, 264n; dan tawar-menawar, 168; perhitungan, 159–60n, 374, 374n; dan masalah yang dapat dikonversi dan waran, 416; definisi dari, 70n; maju, 374; Graham's kritik tinggi, 476, 476n; dan saham pertumbuhan, 159; dan sejarah dan perkiraan stok pasar, 70, 71, 76, 78; dan investasi vs spekulasi, 37; dan margin keamanan, 514n; dan fluktuasi pasar, 193, 200, 202; dan pendapatan per saham, 321; dan kebijakan portofolio untuk investor agresif, 159, 159–60n, 168, 181, 182, 183; dan kebijakan portofolio untuk defensif investor, 115, 116, 117n; dan analisis keamanan, 291, 292, 295, 296; dan pemilihan stok untuk investor agresif, 382–83, 384, 385, 399; dan stok pilihan untuk defensif investor, 338, 349, 350, 350n, 352–53, 354, 355, 359, 374, 375. *Lihat juga perusahaan tertentu*
- rasio harga terhadap aset, 349
- rasio harga terhadap nilai buku, 374–75
- Priceline.com, 504–5
- masalah saham utama, 123
- pernyataan pro forma (“seolah-olah”), 307, 316n, 322–23, 411, 424n, 431
- Procter & Gamble, 289, 305, 351, 373
- profitabilitas, 333, 453n. *Lihat juga ukuran spesifik profitabilitas*
- teori reinvestasi yang menguntungkan, 489–92, 490n, 492, 493, 494
- ProFunds Ultra OTC Fund, 243–45
- ProQuest, 399
- prospektus, 252, 437
- Providence Bank, 384n
- bahan proxy, 499n, 500–502, 501n, 510–11
- Komisi Pelayanan Publik, 568
- Layanan Umum Listrik & Gas Co., 357

utilitas publik: dan investor agresif, 175, 383n, 389; dan obligasi, 286–87; utang, 348; sebagai investasi defensif, 354, 356–60; dan investor defensif, 122, 348, 354, 354n, 356–60, 356n, 362; dividen sebesar, 493, 495–96; dan inflasi, 54; dan investasi vs spekulasi, 27; dan fluktuasi pasar, 9, 200; regulasi, 286n; dan keamanan analisis, 284, 285, 286–87, 300, 304; dan pemilihan stok, 348, 354, 354n, 356–60, 356n, 362, 383n, 389; dan berlangganan hak, 495–96

Perusahaan Induk Utilitas Publik UU (1935), 286n

Teknologi Puma, 38

Purex Co., 494

Dana Pertumbuhan Putnam, 230

QLogic Corp., 370

Quaker Oat, 303

Qualcomm Inc., 14, 41, 41n, 370

quicken.com, 157n, 354n, 375

nilai/kerugian "kutipan", 20, 36

kutipan, pasar, 198–99, 203, 204, 205, 206, 221, 222, 223

Komunikasi Qwest, 323–24, 324n

perusahaan radio, 82 rel

kereta api, 82, 361, 423;

dan

investor agresif, 136, 173, 173n, 174–75; kebangkrutan, 4, 4n, 362, 384, 423n; dan tawar-menawar, 173, 173n; ikatan dari, 172, 173, 173n, 174–75, 284, 285, 286, 287, 423, 424, 512; dan defensif investor, 100, 122, 359, 361–62, 362n; dan fluktuasi pasar, 4, 4n; dan analisis keamanan, 284, 285, 286, 287; dan spekulasi,

570–71. Lihat juga rel kereta api tertentu

Randell, Cort, 235n

Amerika cepat, 412

- Raskob, John J., 1-2, 2n, 534
- peringkat: obligasi, 95, 210, 211, 283n, 350n; dana investasi, 252, 252n
- lembaga pemeringkat, 501n
- Reagan, Ronald, 274
- real estat, 56, 63, 63n, 203, 360n, 414, 415n, 521
- Kepercayaan Investasi Real Estat
Perusahaan, 446–50, 470
- Trust Investasi Real Estat
(REIT), 63, 63n, 360n
- Realty Equities Corp. dari New York, 446–50, 447n, 450n, 470
- penyeimbangan kembali, 104–5, 180n, 197, 219
- Red Hat, Inc., 484–85, 484n, 485n
- Kuangan Daerah, 373
- reinvestasi, 172, 179n, 253n; dan
investor defensif, 113, 113n, 128, 356n; dan dividen, 489–92, 490n, 492, 493, 494; dan
batas keamanan, 515, 516; dan
portofolio untuk agresif
investor, 145n, 172, 179n
- REIT. Lihat Investasi Real Estat
- Percaya diri
- rencana pembelian kembali, 309, 316n, 506–9, 507n, 508n, 509n, 511
- penelitian, 126, 128, 159n, 243, 246, 265n, 272, 363n, 367, 376–77, 379n
- penelitian dan pengembangan (R&D), 305, 316, 440
- biaya restrukturisasi, 428, 428n
- obligasi ritel, 284
- rencana pensiun, 126–27, 273. Lihat *juga* rencana pensiun; rencana khusus
- Sistem Pensiun Alabama, 146
- kembali: dan saran, 272, 275, 277; agregat, 27; untuk agresif investor, 29–34, 89, 135, 174, 182, 377, 381, 393; rata-rata tahunan, 25n, 34, 112n; rata-rata diharapkan, 83, 84; untuk defensif investor, 22–29, 25n, 89, 91, 92, 96, 111, 112n, 113, 113n, 121, 122, 176, 368; dan Graham

kembali (lanjutan)

prinsip-prinsip bisnis, 523;
komentar Graham tentang,
18–34; dan definisi Graham
investasi, 35n; dan sejarah
dan perkiraan pasar saham,
67, 78, 80–87; dan inflasi, 50,
54, 62; dan investasi vs.
spekulasi, 18, 19–20n;
ukuran, 453n; dan publik
sikap tentang saham, 19–20n;
atas resep Raskob, 2; dan
risiko, 89; dan analisis
keamanan,
290n; Komentar Zweig tentang,
35–46. Lihat juga dividen;
minat; pertunjukan; kembali
pada
modal yang diinvestasikan
(ROIC); menghasilkan;
*perusahaan atau jenis tertentu
keamanan*
pengembalian modal yang
diinvestasikan (ROIC),
398, 399

obligasi pendapatan, 94

Riley, Pat, 101

risiko: dan saran, 264n; dan
investor agresif, 32, 133n,
134n, 136–37, 145, 146, 159n,
160, 163, 174–75, 377, 392–93;
Komentar Buffett tentang,
546–47; dan investor defensif,
89, 96n, 102–4, 106n, 107, 110,
112, 114, 114n, 116, 121–22, 124,
125, 367; dan faktor yang
mencirikan keputusan yang
baik,
528–29; bodoh, 12; dan rumus
perdagangan, 44, 45; dan
Graham
prinsip-prinsip bisnis, 523; dan
sejarah dan perkiraan stok
pasar, 80–81; dan inflasi,
47n, 55, 57; dan investasi vs.
spekulasi, 20–21, 21n;
pengelolaan, 12–13, 535, 535n;
dan batas keamanan, 515, 516,

521–22n, 522, 525–26, 528–29;
dan fluktuasi pasar, 188,
219; dan harga, 17, 122; dan
pengembalian/hadiah, 89, 546–
47; dan
analisis keamanan, 283–87; dan

penjualan singkat, 458n; dan
 spekulasi, 571; dan nilai, 122;
 apa, 525–26; Komentar Zweig
 tentang, 535. Lihat juga
 perusahaan atau jenis tertentu
keamanan

- Asosiasi Manajemen Risiko, 501n
- Ritter, Jay, 150
- Roche Pharmaceutical Co., 410n
- Keluarga Rockefeller, 185
- Rodriguez, Robert, 397, 400
- Rogers, Will, 368
- Rohm & Haas, 373
- Rosen, Jan M., 224n
- Ross, Robert M., 97 DEL
- Roth, John, 184
- Rothschild, Nathan Mayer, 179
- Keluarga Rothschild, 33, 33n
- roulette, 518–19, 519n
- Rouse Corp., 234
- Perusahaan Rowan, 370
- Royce, Charles, 369, 400
- Ruane, Bill, 543, 544, 545
- Ruettgers, Michael, 342n
- "Aturan 72," 115n, 298n
- "aturan yang berlawanan," 208, 208n
- "keamanan prinsip," 18, 35, 45
- tes keamanan: untuk obligasi,
 283–87
- Investor Real Estat San Francisco,
 447n
- Sanford C. Bernstein & Co., 38n, 181
- Industri Santa Fe, 384
- Santayana, George, 1
- rekening tabungan, 24, 55, 75, 97
- asosiasi simpan pinjam,
 360–61, 360n
- bank tabungan, 89, 97
- obligasi tabungan, 24, 108–10, 211
- Industri Saxon, 234
- Saylor, Michael, 369
- Komunikasi SBC, 46, 84, 327
- Schilit, Howard, 329
- Schloss, Walter J., 541–42, 543–44,
 545, 549–50
- Schow, Howard, 400
- Schultz, Paul, 139n

Schwab (Charles A.) Corp., 107
 Schweber, Mark, 64
 Schwert, William, 42, 42n, 150
 Scientific-Atlanta, 370
 Scudder, Stevens & Clark, 260
 Sears Roebuck Co., 289, 319, 320,
 351, 353
 DETIK. Lihat Sekuritas dan Bursa
 Komisi
 perusahaan sekunder, 5, 123,
 170–73, 172n, 176–78, 196, 196n,
 294, 383–84, 520
 surat berharga: pengiriman dan
 penerimaan,
 267–68, 267–68n
 Komisi Sekuritas & Bursa
 (SEC): dan saran, 274; dan
 Kasus AOL-Time Warner, 443;
 dan investor defensif, 128; dan
 GEICO, 533n; dan dana
 lindung nilai,
 382n; dan dana investasi,
 226, 226n, 227n, 228n, 236, 250;
 dan IPO, 437; dan surat-saham,
 3n; dan reksa dana, 116; dan
 masalah baru, 392; dan NVF-
 Kasing Sharon Steel, 429n; dan
 pendapatan per saham, 324n,
 328–29n; dan Ekuitas Realti
 kasus, 450n; regulasi
 rumah pialang oleh, 266;
 pengaturan fasilitas umum oleh,
 286n; dan rencana pembelian
 kembali,
 508n; dan analisis keamanan,
 286–87, 286n; dan stok
 pilihan untuk defensif
 investor, 369; dan kasus Tyco,
 441n; situs web untuk, 186, 250,
 274,
 303, 306–7, 324n, 375, 399, 438n,
 510n
 Asosiasi Industri Efek, 17,
 258n
 Sekuritas Investor Protection Corp.
 (SIPC), 268
 analisis keamanan, 330–38; dan
 saran, 260; untuk agresif

investor, 303n, 376–95; dan
 struktur modal, 302, 308–9;
 dan kapitalisasi, 288;

- karakteristik, 282–83; dan
 perbandingan empat
 perusahaan yang terdaftar,
 330–38, 339–46; konsep, 280–
 301; untuk investor defensif,
 294–95,
 347–66; dan dividen, 302; dan
 kekuatan finansial, 302, 308–9;
 dan peramalan, 281, 282n,
 288–89, 291n, 293n, 298, 299;
 dan prospek umum jangka
 panjang, 302; dan saham
 pertumbuhan, 281, 282,
 295–98; dan manajemen,
 302; dan laba per saham,
 310–21; prediksi/kualitatif
 pendekatan ke, 364, 364n, 365;
 dan harga, 302–9; pendekatan
 proteksi/kuantitatif untuk, 364,
 364n, 365; dan risiko, 283–87;
 dan spekulasi di saham biasa,
 572; teknik untuk, 281, 282,
 282n; dan proses penilaian dua
 bagian, 321; dan penilaian, 281–
 82; Komentar Zweig tentang,
 302–9, 339–46. Lihat juga
 sejarah kasus; analisis keuangan;
 pendapatan per saham; seleksi,
 stok; jenis keamanan
- Analisis Keamanan* (Graham dan
 Dodd), 18, 35n, 283, 423, 484n,
 499n, 508n, 514n, 537, 548, 564
- analisis keamanan. Lihat keuangan
 analisis
- seleksi, stok: dan adopsi
 skema dengan sejumlah besar
 orang, 195n; dan nasihat, 272;
 untuk investor agresif, 30–31,
 376–95; dan masalah tawar-
 menawar,
 390–93; dan saham "terbaik" di
 DJIA, 363; dan pemain jembatan
 analogi, 378–79; "beli apa yang
 kamu
 tahu," 125–27, 126n; kriteria
 untuk, 337–38, 348–66, 385–86;
 untuk
 investor defensif, 337–38,
 347–75, 385n; lakukan sendiri,
- 128–29; Graham-Newman
 metode untuk, 380–83; Graham's

- pilihan, stok (lanjutan)
 komentar tentang, 349–50,
 376–95; kriteria Graham untuk,
 369, 371, 374–75; "manusia
 faktor" dalam, 365; untuk
 panjang- dan
 jangka pendek, 30, 31; dan
 rendah-
 saham industri pengganda,
 387–90; dan pasar
 fluktuasi, 200, 206; "pilih
 pemenang," 76; dan berlatih
 memilih saham, 396–97;
 prediksi/kualitatif
 pendekatan ke, 364, 364n, 365;
 perlindungan/kuantitatif
 pendekatan ke, 347–48, 364,
 364n,
 365; aturan saham biasa,
 114–15, 117; dan sekunder
 perusahaan, 383–84; lajang
 kriteria untuk, 387–90; dan
 spesial
 situasi, 393–95; dan stok-
 memilih "sistem," 37; Zweig's
 komentar tentang, 367–75.
 Melihat
 juga alokasi aset;
 diversifikasi; analisis keamanan
- Dana Sequoia, 254, 254n, 543, 553
- pemegang saham. Lihat Investor
- Sharon Steel Co., 411, 429–33, 429n,
 576–77
- perilaku malu-malu, 247, 498
- Shiller, Robert, 85–86
- korslet, 19, 30, 32, 32n, 381n,
 458n
- Sistem Siebel, 370
- Siegel, Jeremy, 2n, 47n, 80, 82, 85n,
 475
- Siegel, Laurence, 60n
- Sigma-Aldrich, 373
- Nyanyikan, Jeanette, 478
- ukuran perusahaan, 337, 348, 349,
 350,
 369, 386, 388, 389, 390, 499
- Slovic, Paul, 529
- Administrasi Bisnis kecil,
- 447
- saham berkapitalisasi kecil, 252, 369
- Smith, Adam, 541–42
- South Sea Co., 13
- Edison California Selatan, 357

- Telepon New England selatan,
327
- Southwest Airlines, 368
- Spalding Inggris Raya, 315
- biaya khusus, 311, 312–14, 315,
316, 317, 319, 320, 416, 424. Lihat
juga perusahaan tertentu
- “Entitas Tujuan Khusus,”
316–17n
- situasi khusus. Lihat “latihan”
- spekulasi: dan nasihat, 260, 262–63,
268, 269, 563; dan agresif
investor, 141n, 143, 160, 165,
171, 175, 392; dan tawar-
menawar, 171;
manfaat dari, 21n; dan kasus
sejarah, 433–37; dan
masalah yang dapat dikonversi
dan
waran, 406, 409; dan
investor defensif, 89, 112, 115,
116, 119, 128; dan dividen,
489, 490; harapan dari,
24–34; komentar Graham
sekitar, 18–34, 563–64; dan
sejarah dan perkiraan stok
pasar, 74, 85, 87; dan inflasi,
47; cerdas, 21; investasi
dibedakan dari, 1–2, 10,
18–34, 35–46, 205–6, 519–20; dan
dana investasi, 5, 229, 232,
233, 237; dan batas keamanan,
519–20, 521, 522n; dan pasar
fluktuasi, 5, 188, 189, 190–91,
193, 199; dan penawaran baru,
141n, 143, 392; dan masalah dari
rumah pialang, 267; dan
resep Raskob, 2; dan
peran bankir investasi, 268;
dan analisis keamanan, 294;
Komentar Zweig tentang,
35–46
- Spinoza, Baruch, 195
- perpecahan, saham, 309, 344, 491,
492–96,
493n
- Sprint Corp., 497, 509
- stabilitas, 178, 348, 349, 371, 386.
Lihat
- juga* keriangian
stagflasi, 59

- perangko, langka, 56
- Standard & Poor's: dan saran, 260;
 dan tawar-menawar, 169, 171;
 menjalin kedekatan
 peringkat oleh, 95, 423; dan
 masalah yang dapat dikonversi
 dan
 waran, 403, 406n, 408n, 419;
 dan dividen, 294n; dan
 harapan bagi investor, 27n,
 28, 28n; dan murid Graham,
 537–38, 543, 544, 546; dan
 sejarah dan perkiraan stok
 pasar, 65–72, 76, 77, 84, 85;
 dan inflasi, 50; dan
 dana investasi, 231, 231n,
 233, 235, 237, 239, 250, 254, 255;
 dan investasi vs spekulasi,
 37; daftar konstituen
 perusahaan di, 250, 333; dan
 fluktuasi pasar, 190n,
 192–94, 209, 212, 218; dan
 mungkin
 bencana 1970, 463n; dan saling
 dana, 230, 290n; dan portofolio
 untuk investor agresif, 158,
 161, 169, 171; dan portofolio
 untuk
 investor defensif, 111, 112n,
 115n, 131, 131n, 132; dan
 rasio harga/penghasilan, 70n;
 harga
 catatan dari, 406; sebagai
 peringkat
 agen, 501n; dan "baris kedua"
 perusahaan," 196, 196n; dan
 analisis keamanan, 290n, 294n,
 299; dan pemilihan stok untuk
 investor agresif, 202, 377,
 379n, 383–87, 388, 389, 390, 397;
 dan pemilihan stok untuk
 investor defensif, 350n, 354,
 354n, 359, 360, 361, 362, 369,
 371, 374–75; dan teknologi
 perusahaan, 578; situs web
 untuk,
 129n, 196n, 250. Lihat juga Stok
Memandu; perusahaan tertentu
- Oli Standar, 185
- Minyak Standar California, 168–69,
 289, 292, 350, 351, 353
 Minyak Standar New Jersey, 289,
 292,
 351, 353, 429
- Pekerjaan Stanley, 373

- Starbucks, 126
- obligasi negara, 24, 95, 259, 520
- Staunton, Mike, 113n
- industri baja, 167, 379, 383
- stok: alternatif untuk, 15;
- “menghapus daftar”
- dari, 385n; pembelian langsung, 128–29; baik dan buruk, 521n;
 - nilai mental sebesar, 474; dan
 - portofolio untuk defensif investor, 103, 104, 105; publik
 - sikap tentang, 19–20, 19–20n;
 - tingkat turnover, 37, 38, 247, 266–67; “disiram,” 312n. Melihat
 - jugasaham* biasa; disukai
 - persediaan; saham atau sektor tertentu
 - persediaan*
- rasio saham/ekuitas, 285
- Panduan Stok* (Standar & Miskin), 144, 169, 354, 383–87, 388, 389, 391, 403, 433, 463, 575–76, 578
- pasar saham: dan “mengalahkan”
- pro,” 217–20, 217n; buku
 - sekitar, 80–81; di Cina, 437n;
 - cara mudah menghasilkan uang, 195n; sebagai salah, 202–3;
 - sejarah dan perkiraan, 1, 2, 10, 24n, 54, 54n, 65–79, 80–87;
 - 1972 tingkat dalam, 72–79;
 - struktur
 - dari, 573–74; nilai total AS, 84. Lihat juga pasar keuangan
- pialang saham. Lihat rumah pialang
- pemegang saham. Lihat investor
- Streisand, Barbra, 39, 39n, 126
- Dana Obligasi Perusahaan yang Kuat, 146
- Stryker Corp., 482–83
- Studebaker-Worthington Corp., 412–13
- hak berlangganan, 495–96, 495n
- Sullivan, Erin, 245–46
- Sun Microsystems, 181, 182, 183, 375
- Oli Unggul, 490–91, 491n
- Supervalu Inc., 373
- “hal-hal yang pasti,” 15–17, 371, 521–22n
- Swift & Co., 289, 351, 353, 354, 355
- Sycamore Networks, Inc., 304
- Sysco Corp., 473–75

- T. Rowe Harga, 105, 107, 148n, 251, 369
- pengambilalihan, 429–33, 429n, 487–88, 487–88n. Lihat juga spesifik *perusahaan*
- nilai aset berwujud. Lihat nilai buku Target Corp., 373
- pajak: dan investor agresif, 134, 149, 149n, 155, 180n, 398; pada korporasi, 99, 99n, 177; dan investor defensif, 91–96, 96n, 99, 99n, 100, 106, 106n, 108, 109, 110, 129, 363n; atas dividen, 99, 294n, 493, 495–96, 496n, 507n, 561, 562; dan harapan untuk investor, 23–25, 27, 34; dan sejarah dan perkiraan stok pasar, 75; aturan penting tentang, 561–62; dan inflasi, 50, 54, 63–64; dan bunga, 99n, 100, 561, 562; dan hubungan investor-manajemen, 497; dan kerugian, 561, 562; dan batas keamanan, 520; dan fluktuasi pasar, 207–12, 219, 224, 224n; dan per-saham penghasilan, 314, 316, 318, 318n, 324n; investasi yang diatur perusahaan, 561–62; dan rencana pembelian kembali, 507, 509; dan analisis keamanan, 284, 285, 294n, 305; dan opsi saham, 509, 509n. Lihat juga perusahaan tertentu
- TCW, 245
- “pendekatan teknis,” 2–3
- saham teknologi: dan agresif investor, 30, 172n, 173n, 187, 383n; dan masalah yang dapat dikonversi dan waran, 411n; dan investor defensif, 126n, 369; dan dividen, 490n; di dana investasi, 243; dan investasi vs spekulasi, 37; dan manajemen investor hubungan, 503, 507; dan margin keamanan, 521–22n; dan pasar fluktuasi, 215; dan risiko, 12;

dan analisis keamanan, 291n,
 299; sebagai "hal-hal yang
 pasti," 15. Lihat juga
 perusahaan tertentu
 Teco Energy, 373 saham telekomunikasi,
 81215,
 291n, 369, 383n, 437n, 521–22n
 Teleprompter Corp., 234
 televisi, keuangan, 258n
 Telex Corp., 234
 Tellabs Inc., 370
 Layanan Temco, 40
 Tenneco, 458n
 Texaco, 187, 289, 292, 351, 353
 Instrumen Texas, 116, 116n, 490
 Dana Third Avenue, 369, 400
 3Com, 479–80
 3M Co., 305, 372, 568
 Dana Pertumbuhan Thurlow, 243–45
 TIAA-CREF, 110, 111n
 simbol ticker, 40, 40n
 Ticketmaster Online, 40
 Tillinghast, Joel, 400
 Time Warner Inc, 442–43. Lihat juga
 AOL Time Warner
 waktu, 156–57, 179–80, 179n, 189–92,
 206
 TIPS. Lihat Inflasi Treasury-
 Sekuritas yang Dilindungi
 Tomlinson, Lucile, 118
 Dana Torray (Robert), 251, 397, 400
 Mainan "R" Uş, Inc., 444, 445
 pelacakan saham, 396–97
 nama dagang. Lihat nama merek
 perdagangan: biaya, 318n, 363n, 379n,
 385n; saham delisting, 385n;
 ukuran, 247; volume, 266–68
 perdagangan: orang dalam, 479n
 "berdagang di pasar", 30
 Trane Co., 316
 Dana Ekuitas Premier transamerica,
 245
 Perbendaharaan Terlindungi Inflasi
 Sekuritas (TIPS), 26n, 63–64,
 63n, 211n
 Tri-Continental Corp., 417
 Tricon Global Restoran, Inc., 477n
 perusahaan kepercayaan, 29, 270,
 360n

- dana perwalian, 4, 47, 89, 231, 232, 235,
258–59, 259n
- Tversky, Amos, 151, 221
- Mitra Browne Tweedy, 397, 542,
543–44, 551
- proses penilaian dua bagian, 299–301,
321
- Tyco International Ltd., 14, 303,
410n, 426n, 440–42, 442n, 497
- Ulysses (tokoh mitologi),
535–36
- ketidakpastian, 535
- undervaluation, 261, 508n; dan
investor agresif, 13–14, 32,
34, 167, 170, 172–73, 175, 382,
400; dan tawar-menawar, 167,
170,
172–73; Komentar Prasmanan
sekitar, 537; dan margin dari
keamanan, 517–18, 520
- penjaminan emisi, 268–70, 434–35,
518.
*Lihat juga perusahaan tertentu
atau
penanggung*
- Union Carbide Co., 289, 351, 353
- Union Pacific Railroad, 362n
- Pakaian Dalam Serikat, 317n
- perwalian investasi unit, 226n
- Akum Bersatu., 230
- United Aircraft Co., 289, 351, 353
“satuan”, 414n
- Universal Marion Co., 393, 394, 395
- Universitas Michigan, 19–20n
- perusahaan besar yang tidak
populer, 163–66,
168, 183
- Upgrade, Walter, 111n, 219
- US Bancorp, 373
- Obligasi AS (selain tabungan), 24,
94–95, 96, 119
- Obligasi tabungan AS, 92, 93–94, 95,
118, 119, 120, 121, 188, 210, 211,
241, 520
- US Steel Corp., 289, 351, 353, 384
- Departemen Keuangan AS, 110, 496
- Obligasi Treasury AS, 63, 94, 106n,
107, 108–9, 111, 112n, 147, 250,
419
- Sertifikat Departemen Keuangan
AS, 94–95

sekuritas treasury AS, 107,
108–9

Dana Indeks Sektor Utilitas AS,
356n

USA Interaktif, 307

USG Corp., 175n

UST Inc., 216, 368

VAlinux, 152–54

Value Line (layanan investasi), 186,
288, 341, 342, 343

nilai/penilaian: dan saran, 259,

261, 274; dan agresif

investor, 32, 33, 137, 166, 167,

177, 178, 380n, 391n; dan

tawar-menawar, 166, 167, 177,
178;

Komentar Buffet tentang,

540–41; bisnis vs saham-

pasar, 198–207; dan transaksi

dengan rumah pialang, 267; dan

investor defensif, 22–23, 24,

25, 26, 27, 120, 122, 125, 364;

ketergantungan dari, 318n, 321;

dan

“meningkatkan nilai pemegang
saham,”

309; analisis keuangan sebagai

menciptakan, 568; dan sejarah

dan

perkiraan pasar saham, 74,

83, 87; pentingnya, 533;

meningkat, 267; dan inflasi, 54,

58; dan dana investasi, 238,

239, 241, 245; dan investor-

hubungan manajemen, 498n;

dan batas keamanan, 520, 521,

522; dan pendapatan per saham,

318, 318n, 320; dan harga, 10, 32,

36, 39n, 40, 122, 206, 521, 522,

541; dan masalah pialang

rumah, 267; “kutipan”, 20,

36; dan rencana pembelian

kembali, 507;

dan risiko, 122; dan keamanan

analisis, 281–82, 285, 288–90,

294, 295–98, 300; dan seleksi

stok, 364, 380n, 391n; dan

spekulasi, 569; dan stok

perpecahan, 493n; dan dua
bagian

proses penilaian, 299–301.

Lihat jugapendapatan; fluktuasi,

- pasar nilai/penilaian (lanjutan); 353
 penilaian yang berlebihan; rasio
 harga/pendapatan;
 undervaluation; perusahaan
 atau jenis sekuritas tertentu
 Dana Van Wagoner, 243–45
 Grup Vanguard, 63, 64, 107,
 110, 132, 248, 249, 251, 369,
 400, 420, 420n, 510
 Veres, Robert, 259n, 276n,
 278
 VF Corp., 373
 video game, keuangan, 38–41
 Vilar, Alberto, 16 tahun
 Vinik, Jeffrey, 37
 portofolio vodka-dan-burrito,
 148
 volatilitas, 245, 356n, 406n, 420n,
 509,
 509n. Lihat juga stabilitas
 volume: perdagangan, 312n
 Volvo, 250

 Toko Wal-Mart, 185, 247, 373
 Walgreen Co., 373
 Walker, Rob, 323n
 Wall Street: reformasi, 437
Jurnal Wall Street, 30, 81, 186, 310,
 317, 397
 Walton, Sam, 185
 Wamer-Lambert Co., 167n
 waran, 3, 3n, 134, 311, 316, 318,
 403, 403n, 406, 411, 412, 413–21,
 413n, 414n, 522, 522n. Lihat
 juga
 perusahaan tertentu
 Perhatikan, 251
 Washington Mutual, 375
 Washington Post Co., 217, 401,
 545–46, 547, 558
 Wasserstein Perella, 478
 kaldu "disiram", 312n
 Watson, TL, Sr., 566
 Webvan, 505
 Welles, C., 235–36
 West Point Pepperell, 391,
 392
 Westinghouse Corp., 351,

- Westinghouse Electric Co.,
289
- Wheelabrator-Frye, 469n
- Whiting Corp., 467–69, 469n,
470
- Whitman, Martin, 400
- Layanan Keuangan Wiesenberger,
158, 230, 239, 241
- Willcox & Gibbs, 467–69, 469n,
470
- Williams, Jackie G., 433–34, 433n,
436
- komunikasi williams,
304
- Indeks Wilshire, 27–28n, 215, 216,
243–45
- Komunikasi Winstar, 81
- stok nirkabel, 172n
- Perusahaan Woolworth (FW), 289,
351, 354, 355, 569
- modal kerja: dan agresif
investor, 166, 169, 169n1, 170,
186, 381, 382, 385, 387–93, 391n;
dan investor defensif, 348,
356, 369, 370, 371; dan
dividen, 492; dan keamanan
analisis, 281
- "latihan", 155, 156, 174–75,
393–95, 522
- WorldCom, 14, 127, 146–47,
303, 304n, 423n, 426n, 429n,
497
- Baja Worthington, 368
- WR Grace, 175n
- Wyeth, 455n
- Xerox Corp., 14, 199, 295, 297, 392,
456
- Xilinx Inc, 370
- Bug Y2K, 342–43n
- Yahoo! Inc, 213, 475–77, 476n
- hasil: dan investor agresif,
134, 135, 136–37, 138, 394;
dan masalah yang dapat
dikonversi dan
waran, 404, 404n, 411–12;
dan investor defensif, 26,

89, 91, 92, 93, 95, 96, 97, 98,
107, 110, 113, 113–14n, 124,
125, 350; fluktuasi, 193,
207–12; dan sejarah dan
perkiraan pasar saham,
71, 77, 78; dan inflasi, 57;
dan spekulasi, 573. Lihat
juga
dividen; minat;

pertunjukan; kembali; jenis
keamanan
Nyam! Merek, Inc, 475–77,
477n
Radio Zenith, 335
Ziv, Amir, 506, 506n
ZZZZ Terbaik, 433–34n

Tentang Penulis

BENJAMIN GRAHAM (1894-1976), bapak investasi nilai, telah menjadi inspirasi bagi banyak pebisnis paling sukses saat ini. Dia juga penulis Analisis Sekuritas dan Interpretasi Laporan Keuangan.

JSEORANG ANAK ZWEIG adalah penulis senior di Uang majalah, kolumnis tamu di Waktu, dan wali dari Museum Sejarah Keuangan Amerika. Sebelumnya editor senior di Forbes, ia telah menulis tentang investasi sejak 1987.

Kredit

Desain sampul oleh desain mucca

Interior Dirancang oleh Nancy Singer Olaguera

Ucapan terima kasih dibuat atas izin untuk mencetak ulang:

“The Superinvestors of Graham-and-Doddsville,” oleh Warren E. Buffett, dari edisi Musim Gugur 1984 dari *Hermes*, Majalah Sekolah Bisnis Columbia. Dicitak ulang dengan izin dari *Hermes*, Majalah Columbia Business School, hak cipta © 1984 The Trustees of Columbia University dan Warren E. Buffett.

“Benjamin Graham,” oleh Warren E. Buffett, dari edisi November/Desember 1976 *Jurnal Analisis Keuangan*. Dicitak ulang dengan izin dari Federasi Analisis Keuangan.

TDI ASayaCERDASayaINVESTOR-Edisi revisi. Hak Cipta © 1973 oleh Benjamin Graham. Materi baru: Hak Cipta © 2003 oleh Jason Zweig. Semua hak dilindungi undang-undang di bawah Konvensi Hak Cipta Internasional dan Pan-Amerika. Dengan membayar biaya yang diperlukan, Anda telah diberikan hak non-eksklusif dan tidak dapat dialihkan untuk mengakses dan membaca teks e-book ini di layar. Tidak ada bagian dari teks ini yang boleh direproduksi, ditransmisikan, diunduh, didekompilasi, direkayasa balik, atau disimpan di atau dimasukkan ke dalam sistem penyimpanan dan pengambilan informasi apa pun, dalam bentuk apa pun atau dengan cara apa pun, baik elektronik atau mekanis, sekarang dikenal atau selanjutnya diciptakan, tanpa izin tertulis dari PerfectBound™.

PerfectBound™ dan logo PerfectBound™ adalah merek dagang dari HarperCollins Publishers, Inc.

Adobe Acrobat eBook Reader Juni 2003 eISBN 06-058328-2

1 0 9 8 7 6 5 4 3 2

1



Tentang Penerbit

Australia

HarperCollins Publishers (Australia) Pty. Ltd.
25 Ryde Road (PO Box 321)
Pymble, NSW 2073,
Australia <http://www.perfectbound.com.au>

Kanada

HarperCollins Publishers Ltd.
Jalan 55 Avenue, Suite 2900
Toronto, ON, M5R, 3L2,
Kanada <http://www.perfectbound.ca>

Selandia Baru

HarperCollins Publishers (Selandia Baru) Terbatas
Kok PO1
Auckland, Selandia
Baru <http://www.harpercollins.co.nz>

Britania Raya

HarperCollins Publishers Ltd.
77-85 Fulham Palace Road
London, W6 8JB,
Inggris <http://www.uk.perfectbound.com>

Amerika Serikat

HarperCollins Publishers Inc.

10 East 53rd Street New
York, NY
10022<http://www.perfectbound.com>