

MENGHITUNG PER WAJAR BEJ
Budi Frensidy – Staf Pengajar FEUI dan Penulis Buku Matematika Keuangan
Dimuat di Tabloid Minggu Bisnis Indonesia 24 Juni 2007

PER sebesar 15 sering digunakan pejabat dan analis saham BEJ sebagai acuan murah atau mahal nya saham-saham di suatu bursa. Bursa yang PER rata-ratanya di atas 15 dikatakan sudah kemahalan dan yang di bawah 15 masih relatif murah. Investor di BEJ dan dosen di ruang kuliah menerima begitu saja angka ini tanpa mempertanyakan darimana angka itu diperoleh.

PER wajar sebesar 15 sering diinterpretasikan seperti sebuah hukum alam, sama ketika kita harus menerima fakta suhu tubuh normal manusia adalah 37° C. Survey lisan saya kepada puluhan mahasiswa S-2 keuangan dan investor saham di Sentra Investasi Danareksa FEUI Depok juga memberikan hasil yang senada kalau angka 15 itu adalah suatu konsensus dan diyakini benar. Sedih hati saya karena tidak mendapatkan jawaban yang saya harapkan bahwa PER wajar suatu bursa harus dihubungkan dengan beberapa faktor penentu yang melandasinya, bukan jawaban PER wajar adalah 15 karena semua analis saham dan pejabat BEJ mengatakan begitu.

PER = Payback Period

PER adalah salah satu metode penilaian saham dalam analisa fundamental yang menggunakan *price multiple*. Metode penilaian lain dengan *price multiple* yang juga populer adalah rasio *price to book value* atau disingkat PBV, sedangkan metode penilaian saham lain dalam analisa fundamental adalah menggunakan *discounted cash flow* (DCF). PER lebih populer daripada PBV atau model DCF sehingga hampir semua surat kabar, termasuk Bisnis Indonesia, mencantumkan informasi tentang PER semua saham yang tercatat dan beberapa bursa regional. Mengapa PER paling populer?

PER adalah *price to earning ratio* atau rasio harga dibagi dengan laba per saham (*earning per share*). PER 15 berarti harga saham adalah 15x labanya atau untuk setiap rupiah laba yang dihasilkan, investor harus membayar 15 rupiah. Jika diasumsikan laba dibagikan semua sebagai dividen dan tidak ada pertumbuhan laba, maka investor saham memerlukan waktu 15 tahun untuk memperoleh modalnya kembali (*payback period*). Pertanyaannya sekarang adalah wajarkah *payback period* selama itu?

Faktor-Faktor Penentu PER Wajar

Menerima angka 15 sebagai batas PER bursa murah atau bursa mahal adalah tidak cerdas. Untuk investor di Amerika, seperti ditulis banyak buku panduan berbahasa Inggris mengenai kiat sukses bermain saham, seorang investor saham yang bisa melipatgandakan nilai portofolionya dalam waktu 5 tahun sudah dikatakan sukses karena alternatif investasi lain di sana tidak ada yang memberikan *return* sebesar itu. Indikator sukses ini tentu tidak tepat untuk kondisi Indonesia yang tingkat inflasinya sering menembus *double digit*.

Ada dua komponen dalam *expected return* investasi saham yaitu tingkat bunga bebas risiko (SBI) dan premi risiko pasar yaitu tambahan *return* yang diminta investor untuk kompensasi rasa deg-degan yang dialaminya akibat turun naiknya harga saham. Kedua variabel ini dan tingkat pertumbuhan rata-rata saham adalah berbeda untuk setiap negara. Karenanya, jawaban yang benar mengenai PER wajar suatu bursa adalah angkanya merupakan fungsi dari bunga bebas risiko, premi risiko pasar, dan pertumbuhan atau $PER\ wajar = f(r_f, r_m, g)$.

Ditelusuri lebih lanjut, bunga bebas risiko didapat dari tingkat inflasi ditambah dengan bunga riil sesuai dengan Fisher *Effect*. Premi risiko pasar berhubungan dengan volatilitas harga saham secara umum, dan tingkat pertumbuhan saham di suatu bursa berhubungan dengan tingkat pertumbuhan makro ekonomi (nasional) yang sering diberitakan di koran. Menghitung PER wajar untuk saham-saham di BEJ, karenanya, harus dimulai dari menghitung nilai variabel-variabel penentu di atas.

Kasus BEJ

Untuk tingkat bunga bebas risiko, kita bisa menggunakan langsung tingkat bunga SBI yang sekitar 8,5% (inflasi 6% + bunga riil 2,5%). Untuk premi risiko pasar, belum ada penelitian untuk bursa saham kita yang umurnya masih muda. Namun di Amerika berdasarkan data empiris 30 tahun lebih, besarnya premi risiko pasar ini mencapai 8%. Jika menggunakan rata-rata perbedaan *yield* riil obligasi emiten Indonesia dan Amerika yang berating sama, premi risiko pasar di BEJ wajarnya sekitar 2,5% lebih besar daripada di bursa Amerika. Ini dapat dimaklumi karena debaran jantung para investor saham di sini lebih kencang daripada investor di bursa negara maju karena tingginya volatilitas. Dengan demikian, kita bisa menggunakan angka 10,5% untuk variabel ini sehingga *expected return* menjadi sekitar 19% (8,5% + 10,5%). Semakin besar *expected return*, akan semakin kecil PER wajar (berhubungan negatif).

Terakhir, faktor pertumbuhan (g). Gampangnya kita menggunakan tingkat pertumbuhan makro Indonesia yang sekitar 5,5% secara riil atau 5,5% + 6% inflasi = 11,5% secara nominal. Persamaan untuk PER wajar secara lengkap adalah $1/(r - g)$ atau $1/(r_f + r_m - g)$ dengan r adalah *expected return*, r_f bunga bebas risiko, dan r_m premi risiko pasar.

Menggunakan angka-angka dan persamaan di atas, PER wajar BEJ mestinya adalah $1 / (8,5\% + 10,5\% - 11,5\%)$ atau $1/7,5\% = 13,33x$. Untuk membuat PER wajar sebesar 15 atau lebih, r harus ditekan menjadi hanya sekitar 18% yang artinya SBI harus diturunkan sekitar 1% lagi. Alternatif lain adalah faktor g yang sebesar 5,5% harus dipompa menjadi sekitar 6,5%. Akan lebih baik lagi jika bunga bebas risiko bisa diturunkan dan pada saat yang sama pertumbuhan ekonomi juga naik.

Bagaimana PER rata-rata di BEJ dari tahun ke tahun? Menggunakan JSX *Statistics* Tahunan, PER rata-rata saham di BEJ selama tujuh tahun terakhir adalah 9,73 dan berkisar antara 5,87 (2000) hingga 14,70 (2006). Sekarang sudah jelas kan kalau angka PER wajar sebesar 15 sebenarnya agak optimis untuk BEJ. Dengan kata lain, *payback period* 15 tahun untuk investasi dalam saham di BEJ secara rata-rata agak kelamaan.

Depok, 12 Juni 2007