

# Teori Valuasi<sup>1</sup>

Oleh: Prof. Dr. Adler Haymans Manurung<sup>2</sup>

## Pendahuluan

Salah satu teori yang paling diperkukan ketika investor melakukan investasi yaitu teori valuasi. Teori ini membahas mengenai valuasi atas aset yang diinvestasikan dimana aset yang diinvestasikan bisa berupa aset riil dan aset finansial. Penilaian kedua aset tersebut sangat berbeda dikarenakan karakteristik yang berbeda. Aset finansial merupakan aset yang menyatakan bahwa aset memiliki aset riil atau hak yang lain. Buku ini hanya membahas valuasi untuk investasi aset financial terutama untuk valuasi aset saham.

Investor atau juga analis yang melakukan valuasi harus lebih dulu mengumpulkan semua informasi yang diperlukan. Informasi yang diperlukan merupakan informasi yang tertulis dan umumnya mengenai masa lalu. Informasi ini bisa didapatkan dari perusahaan yaitu laporan keuangan yang telah diaudit kantor akuntan publik. Laporan akuntan yang dituangkan dalam Laporan Tahunan merupakan kewajiban perusahaan yang terdaftar di bursa untuk mempublikasikannya. Ada juga informasi yang tidak tertulis yaitu melalui hasil interview kepada direksi atau pejabat perusahaan yang ditunjuk untuk aktifitas tersebut yaitu corporate secretary. Informasi ini sangat penting karena merupakan pandangan dan proyeksi perusahaan tentang perusahaan di masa mendatang. Bila tindakan ini tidak dilakukan maka valuasi dengan pendekatan pertama yang diuraikan selanjutnya tidak akan mempunyai arti.

Sebelum mendapatkan informasi yang diuraikan sebelumnya, analis atau yang ingin melakukan valuasi harus memiliki atau mempunyai wawasan tentang ekonomi Negara serta sektor industri yang dianalisis. Kedua informasi tersebut sangat membantu ketika mengumpulkan data yang diuraikan sebelumnya. Akibatnya, valuasi yang dilakukan mempunyai alasan kuat serta besaran yang dipergunakan juga cukup valid.

Valuasi yang dilakukan selalu menggunakan data kuantitatif dan bila data kualitatif yang tersedia maka data tersebut harus dikuantitatif sehingga memberikan arti yang lebih jelas. Hasil akhir dari valuasi merupakan sebuah nilai yang selalu diperbandingkan dengan harga yang terjadi di pasar. Bila harga yang dihitung menggunakan berbagai model mendekati harga pasar maka analis yang menghitung sangat bagus. Investor tidak pernah memperhatikan atau menanyakan proses perhitungan sehingga terjadi harga estimasi mendekati harga pasar. Pada sisi lain, Fama (1970) menyatakan bahwa semua informasi terrefleksi pada harga saham perusahaan. Informasi terus mengalir maka analis terus melakukan perubahan terhadap valuasinya, sehingga valuasi yang dilakukan sangat cepat basi. Akibatnya, hubungan baik bagi mereka yang melakukan valuasi sangat diperlukan agar bisa mendapatkan nilai harga yang sesuai dengan pasar.

Metode Valuasi yang diuraikan belum semua didapatkan penggagas model tersebut. Graham dan Dodd (1934) menerbitkan buku security Analysis dan terus diperbaharui. Gordon

---

<sup>1</sup> Salah satu chapter dari buku "Teori Investasi: KOnsep dan Empiris" akan terbit tahun 2012 ini.

<sup>2</sup> Penulis adalah Guru Besar Pasar Modal dan Perbankan; dan President Direktur PT Valuasi Investindo dan PT Financial Bisnis Informasi dan PT Adler Manurung Press.

(1962) menggagas model diskonto dividen. Selanjutnya, perkembangannya cukup bagus dan diaplikasikan ke harga saham di Bursa.

### **Teori**

Ada tiga pendekatan yang dipergunakan untuk menilai sebuah aset yaitu, pertama, nilai likuidisasi aset, nilai pasar aset dan nilai atas biaya yang dikeluarkan untuk mendapatkan aset. Ketiga pendekatan yang diuraikan harus dipilih salah satunya. Baurens (2010) menyatakan bahwa tidak bisa mengatakan bahwa salah satu metoda yang paling benar dan juga tidak bisa salah satu yang paling jelek (salah). Oleh karenanya, analis yang melakukan perhitungan atas harga aset harus mencoba melakukan beberapa perhitungan agar bisa mendapatkan yang wajar, dimana Sehgal dan Pandey (2010) melakukan untuk penelitian di Bursa India.

Dalam menilai aset saham maka yang diestimasi merupakan nilai asset tersebut di masa mendatang. Nilai asset dimasa mendatang dapat ditentukan dengan dua pendekatan yaitu pendekatan fundamental dan pendekatan stokastik. Pendekatan fundamental merupakan pendekatan yang menilai atas fundamental perusahaan dan juga fundamental yang ekonomi yang mempengaruhi fundamental tersebut. Pendekatan fundamental ini dapat dinyatakan dengan pendekatan nilai relative; pendekatan model diskonto dan pendekatan tuntutan atas kontingensinya (contingent claim). Pendekatan nilai relatif menyatakan bahwa harga saham dibandingkan secara relatif terhadap variable lain. Pemilihan relatif terhadap variabel lain merupakan tindakan pemilihan yang dianggap sesuai dan wajar dengan harga saham tersebut. Bila diperhatikan dengan nilai wajar perusahaan maka nilai wajar tersebut dipengaruhi oleh variable yang betul-betul mempengaruhi harga saham tersebut. Laba bersih perusahaan mempunyai hubungan erat dengan nilai perusahaan atau harga perusahaan. Bila laba bersih perusahaan meningkat maka harga wajar perusahaan mengalami peningkatan. Adapun harga wajar perusahaan dapat dilihat dari harga saham perusahaan. Tetapi, ada juga bisnis perusahaan yang tidak memerlukan perhatian pada laba bersih perusahaan tetapi cukup hanya dengan penjualan perusahaan. Tindakan penilaian relatif terhadap nilai penjualan perusahaan dikarenakan perusahaan dalam menjalankan bisnis tersebut tidak membutuhkan proses produksi melainkan menyediakan tempat. Akibatnya, penjualan sebanyak-banyaknya menjadi ukuran perusahaan. Salah satu jenis bisnis yang dapat dipergunakan yaitu bisnis ritel.

Adapun model penilaian harga saham dengan pendekatan nilai relatif ini sebagai berikut:

$$P_0 = \alpha * E(\text{eps}) \quad (1)$$

$$P_0 = \beta * E(\text{Sales}) \quad (2)$$

$$P_0 = \pi * E(\text{EBITDA}) \quad (3)$$

$$P_0 = \delta * E(\text{NTA}) \quad (4)$$

Pada persamaan (1), (2), (3) dan (4) merupakan konstanta yang dapat ditentukan dengan sebuah nilai arbitrary atau juga merupakan nilai masa lalu bila diasumsikan nilai tersebut tidak

mengalami perubahan. Tetapi, persamaan (3) harga yang dimaksud merupakan harga perusahaan secara keseluruhan yang lebih dikenal dengan Enterprise Value.

Pendekatan diskonto menyatakan bahwa harga saham sekarang ini merupakan hasil yang diperoleh oleh investor dari perusahaan pada masa mendatang didiskontokan terhadap biaya modal perusahaan. Biaya modal ini lebih dikenal dengan weighted Average cost of capital (WACC). Adapun persamaan yang menyatakan tersebut yaitu:

$$P_0 = \delta * E(\text{earnings}) \quad (5)$$

dimana

$$\delta = 1 / (1 + \text{wacc})$$

Pada persamaan (5) diasumsikan semua pendapatan (laba bersih) tidak diberikan kepada investor sehingga nilai perusahaan merupakan apa yang dihasilkan perusahaan yaitu pendapatan perusahaan. Tetapi, ada juga perusahaan yang tidak membagikan seluruh laba bersih kepada investor melainkan menjadi pegangan perusahaan dalam rangka investasi. Adapun dana yang dibagikan kepada investor dikenal sebagai dividen, sehingga harga saham perusahaan dihitung sebagai berikut:

$$P_0 = \delta * E(\text{Dividend}) \quad (6)$$

Biasanya perusahaan telah membuat kebijakan dividen dan diinformasikan perusahaan pada saat penawaran saham ke publik. Dividen tersebut diberikan secara pertumbuhan,  $g$ , setiap tahunnya (Gordon, 1962). Oleh karenanya, adapun persamaan harga<sup>3</sup> sahamnya menjadi sebagai berikut:

$$P_0 = \delta * E(D_1) \quad (7)$$

dimana

$$\delta = 1 / (\text{wacc} - g)$$

Selanjutnya, hasil yang diperoleh dimasa mendatang merupakan arus kas. Adapun arus kas bebas (Free Cash-Flow, FCF) yang bisa dipergunakan menjadi dua yaitu arus kas bebas kepada ekuitas (Free Cash-Flow to Equity) dan arus kas bebas ke perusahaan (free cash-flow to the firm). Harga saham yang menggunakan arus kas sebagai berikut:

$$P_0 = \delta * E(\text{FCF}) \quad (8)$$

---

<sup>3</sup>  $P_0 = \frac{D_1}{(1 + \text{wacc})} + \frac{D_2}{(1 + \text{wacc})^2} + \dots$  , Pertumbuhan dividend konstan  $g$  maka persamaan harga

$P_0 = \frac{D_1}{(1 + \text{wacc})} + \frac{D_1 * (1 + g)}{(1 + \text{wacc})^2} + \dots$  dengan penyederhanaan maka hasilnya persamaan (7).

dimana

$$\delta = 1 / (1 + wacc)$$

Free Cash Flow to Equity maksudnya semua arus kas yang siap untuk diberikan dan dimiliki oleh ekuitas. Rumusan arus kas ke ekuitas sebagai berikut:

- + **Net Income**
- **Investasi Modal**
- + **Penyusutan**
- **Perubahan pada modal kerja non-tunai**
- + **(Hutang baru – pembayaran hutang)**

Free Cash Flow to the Firm memberikan arti semua arus kas yang siap diberikan kepada kepada semua penuntut klaim perusahaan yaitu ekuitas dan hutang. Adapun perhitungan Free Cash Flow to the Firm sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{FCFE} + \text{Biaya Bunga (1 - Rasio Pajak)} \\ & + \text{pembayaran hutang} - \text{Hutang baru} \\ & + \text{dividen preferen} \end{aligned}$$

Pendekatan kedua untuk menghitung Free Cash Flow to the Firm sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{FCF} = & \text{EBIT} * (1 - \text{tax rate}) - (\text{Capital Expenditure} - \text{Depreciation}) \\ & - \text{Changes in Noncash Working Capital.} \end{aligned}$$

Pendekatan yang terakhir ini paling banyak dipergunakan para praktisi dalam rangka membeli sebuah perusahaan.

Sementara pendekatan stokastik sering dikenal pendekatan peramalan harga saham dengan harga saham itu sendiri. Salah satu pendekatan ini yang paling sederhana dapat dilakukan dengan membuat gambar dari harga saham perusahaan dan juga volume transaksi perusahaan. Pendekatan ini dikenal dengan pendekatan Chart atau analisis teknis (Technical Analysis) dan kelompok yang mendukung metode ini dikenal dengan Chartist. Bahkan dipahami banyak pihak yang menggunakan pendekatan ini dalam membeli dan menjual saham di Bursa. Surplusya dan Wardhani (2012) menemukan bahwa investor Indonesia lebih menggunakan analisa teknis dalam mengambil keputusan membeli dan menjual saham di Bursa. Pendekatan berikut merupakan pendekatan dengan menggunakan metoda statistik atau pendekatan stokastik. Pendekatan ini salah satunya dengan cara melakukan perhitungan rata-rata bergerak. Pendekatan ini merekomendasikan membeli atau menjual saham dengan melihat grafik harga dan grafik rata-rata bergerak. Metode yang lebih lanjut dikenal dengan penggunaan ekonometrika dalam melakukan peramalan harga saham tersebut. Pada pendekatan ini, harga saham saat ini merupakan ekspektasi dari harga saham di masa mendatang. Salah satu uraiannya diperlihatkan pada saat melakukan estimasi harga bubble yang diuraikan pada bab berikut.

## Empiris

Ulasan empiris yang dilakukan pada pembahasan teori valuasi ini kebanyakan dilakukan dari tesis master dalam rangka mendapatkan gelar magister manajemen. Tindakan ini dikarenakan sedikitnya publikasi yang membahas penilaian perusahaan, disebabkan tidak banyak pihak yang ingin diketahui penilaian tersebut. Salah satu website yang saat ini mempublikasikan penilaian dengan diunduh secara gratis yaitu [www.valuasi-investindo.com](http://www.valuasi-investindo.com).

Simorangkir dan Simorangkir (2012) melakukan estimasi harga saham Bank BNI untuk lima tahun kedepan. Data dipergunakan data tahunan dan diproyeksikan lima tahun ke depan untuk periode 2012 - 2016. Metode estimasi harga yang dipergunakan dalam proyek ini yaitu metode earnings diskonto dan price to Book Value. Hasil yang diperoleh yaitu nilai harga saham berdasarkan earning discounted senilai Rp. 4.589 dan metode price to book value senilai Rp. 4.504 per saham untuk tahun 2011 dan nilai saham tersebut dianggap sangat murah (undervalued) bila dibandingkan dengan harga saham di pasar saat ini.

Hamonangan dan Sulistyawati (2012) melakukan estimasi harga saham BCA dengan metode yang sama dilakukan oleh Simorangkir dan Simorangkir (2012). Penelitian ini menggunakan data tahunan untuk estimasi sampai tahun 2014. Penelitian tersebut memberikan hasil bahwa harga saham BCA senilai Rp. 9.572 dengan metode pendapatan diskonto dan harga saham ini sangat mahal dibandingkan dengan perusahaan sejenis bila menggunakan price to book value.

Perusahaan penerbangan milik Pemerintah Indonesia melakukan penawaran saham ke publik dengan mendapatkan dana untuk pengembangan usaha perusahaan. Kasim (2011) melakukan estimasi atas harga saham tersebut. Proyek estimasi ini menggunakan EBITDAR dan Hidden Value. Proyeksi yang dilakukan sampai tahun 2014 dan perusahaan melakukan penawaran umum pada tahun 2011 dan pada saat penawaran belum diterbitkan laporan keuangan 2010. Hasil estimasi harga saham ini sebesar Rp. 931 per saham dan adanya hidden value sebesar Rp. 70 sehingga harga saham sebesar Rp. 1.001 per saham. Perusahaan sekuritas dan Pemerintah (Menteri BUMN) menentukan harga Garuda senilai Rp. 750 per saham pada pasar perdana. Ketika saham diperdagangkan di hari pertama dan merosot tajam ke level Rp. 495. Penelitian ini menyatakan penurunan harga dikarenakan market timing yang tidak tepat.

Suryapratama (2010) melakukan perhitungan terhadap saham PT ADARO ENERGY, Tbk. Estimasi atas laporan keuangan dilakukan selama 3 tahun (Tahun 2010, 2011 dan 2012) dan dicoba menghitung harga saham perusahaan dengan menggunakan metode diskonto arus terutama arus kas bebas ke Perusahaan (free cash-flow to the firm). Adapun estimasi atas nilai wajar perusahaan sebesar Rp. 2.393 dimana rentang harga estimasi senilai Rp. 2.815 sampai dengan Rp. 2.597 dan harga penutupan pada akhir Desember 2010 senilai Rp. 2.375. Peneliti menyatakan bahwa harga yang terjadi termasuk fairly valued.

Novianti (2006) melakukan estimasi atas harga saham Bank Niaga dan Bank Lippo dimana bank ini akan dimerger dikarenakan adanya benturan kepemilikan yang dikenal dengan Single Present Policy. Selain itu, penelitian tersebut juga menghitung nilai sinergi dari kedua perusahaan bila

melakukan merger. Penelitian ini menemukan bahwa harga saham masing-masing bank sebelum dimerger masih cukup wajar. Tetapi, penggabungan kedua bank memberikan sinergi dimana nilai perusahaan setelah penggabungan lebih besar dari nilai perusahaan bila dijalankan secara sendiri-diri. Penelitian ini merekomendasikan agar kedua bank merger dan Bank Lippo yang diharapkan bubar dikarenakan nilai strategis yang dimiliki Bank Niaga.

Baurens (2010) menjelaskan penilaian perusahaan dalam bidang pertambangan. Pada bidang ini peneliti memperkenalkan pendekatan Real Option walaupun juga menguraikan pendekatan relative perkalian dan metode diskonto. Kesimpulan yang diberikan dalam penelitian ini bahwa tidak bisa menyatakan bahwa salah satu yang paling benar dan tidak bisa juga menyatakan salah satu yang salah melakukan penilaian. Tetapi, metode tersebut saling komplemen satu dengan yang lain. Tetapi, penilaian dalam pertambangan membutuhkan peramalan harga barang pertambangan tersebut walaupun sangat susah dilakukan untuk membantu penilaian usaha pertambangan tersebut.

Sehgal dan Pandey (2010) melakukan penelitian untuk mengestimasi harga saham di Bursa India dengan menggunakan Price Multiples. Penelitian ini menggunakan data tahun 1990 – 2007 dengan jumlah sampel 145 perusahaan yang terdiri dari 13 subsektor industry. Penelitian ini menemukan bahwa PER merupakan metoda yang terbaik dibandingkan dengan PBV, P/S dan P/CF. Bila digunakan kombinasi metoda tersebut maka yang sangat signifikan merupakan kombinasi dengan P/S. Tetapi, penggunaan PER secara sendiri sangat lebih bila perbandingannya dengan menggabungkan metode tersebut.

Supattarakul dan Khanthavit (2011) melakukan penelitian untuk perusahaan di Thailand. Penelitian ini mempunyai periode penelitian pada tahun 1995 – 2004 untuk mengestimasi nilai saham dengan metode diskonto dividend (DDM) an model residu pendapatan (RIM). Hasil penelitian ini menyatakan bahwa nilai buku ekuitas memberikan penjas yang lebih kuat dibandingkan variabel lain pada DDM dan RIM.

Surplusya dan Wardhani (2012) melakukan penelitian mengenai preferensi investor Indonesia dalam rangka melakukan investasi di Bursa. Adapun preferensi yang dimaksud yaitu analisis fundamental atau analisis teknis. Penelitian melakukan survey dengan mendapatkan 92 investor. Ada enam variabel yang ditanyakan kepada investor dalam rangka preferensi tersebut yaitu pendidikan, pengalaman, akses terhadap informasi, periode investasi, frekuensi transaksi dan persepsi terhadap keterbukaan perusahaan. Penelitian ini menggunakan tingkat kesalahan sebesar 5 persen disimpulkan bahwa pengalaman investor; periode investasi dan frekuensi aktif transaksi merupakan variabel yang signifikan mempengaruhi metode seleksi analisa investasinya. Penelitian ini juga menemukan bahwa investor Indonesia lebih menggunakan analisa teknis dalam mengambil keputusan membeli dan menjual saham di Bursa.

#### Daftar Pustaka

Abrams, Jay B. (2010); *Quantitative Business Valuation: A Mathematical Approach for Today's Professionals*; 2<sup>nd</sup> eds.; John Wiley & Sons; Singapore

Bark, Hee-Kyung K. (1991); Risk, Return and Equilibrium in the Emerging Markets: Evidence from Korean Stock Market; Journal of Economics and Business; pp. 353 - 362

Bhattacharya, Sudipto and G. M. Constantinides (1989); Theory of Valuation: Frontiers of Modern Financial Theory; Studies in Financial Economics, Rowman & Littlefield Publishers, Inc.

Baurens, Svetlana (2010); Valuation of Metals and Mining Companies; Working Paper Swiss Banking Institute, University of Zurich.

Bujang, Imbarine and Annuar Md Nassir (2007); The Relevance of Gordon's Model and Earnings Multiplier Approaches in Emerging Stock Market: Test with Appropriate Refinements; International Research Journal of Finance and Economics; Vol. 7.

Copeland, Tom; Koller, Tim and Jack Murrin (2000); Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies; John Wiley & Sons.

Damodaran, Aswath (2001); The Dark Side of Valuation: Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies; FT Prentice Hall.

Damodaran, Aswath (2002); Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset; John Wiley & Sons.

Dermine, Jean (2009); Bank Valuation & Value-Based Management: Deposit and Loan Pricing, Performance Evaluation, and Risk Management; McGraw Hill; Singapore.

Dwyer, Hubert J. and Richard Lynn (1992); Is the Estep T-Model Consistently Useful; Financial Analyst Journal, Vol. 48;No. 6; pp. 82 – 86.

Estep, Preston W. (1985); A New Model for Valuing Common Stocks; Financial Analyst Journal, Vol 41, November – December; pp.26 – 33.

Fernandez, Pablo (2002); Valuation Methods and Shareholder Value Creation; Academic Press, London UK

Frykman, David and Jakob Tolleryd (2003); Corporate Valuation: An Easy Guide to Measuring Value; FT Prentice Hall.

Gordon, M. (1962); The Investment, Financing and Valuation of the Corporation; Homewood, IL: Irwin

Graham, Benjamin and David Dodd (1934); Security Analysis;

Hackel, Kenneth S. (2011); Security Valuation and Risk Analysis: Assessing Value in Investment Decision Making; McGraw Hill, Singapore.

Hamonangan, Frans and Dyah Sulistyawati (2012); *Jurnal Pasar Modal dan Perbankan*, Vol. 1, No. 1; pp. 20 – 38.

Hand, J. R. M. and W. R. Landsman (2005); *The Pricing of Dividends in Equity Valuation*; *Journal of Business Finance of Accounting*, Vol. 32, No. 3; pp. 435 – 469.

Hawawini, Grabiell and Calude Viallet (2012); *Finance for Executives: Managing for Values Creation*; 4<sup>th</sup> eds.; South-Western.

Hooke, Jeffrey C. (1999); *Security Analysis on Wall Street: A Comprehensive Guide to Today's Valuation Methods*; John Wiley & Sons.

Isaac, David and Terry Steley (2000); *Property Valuation Techniques*; 2<sup>nd</sup> eds.; Macmillan Press Ltd.

Jaggi, Bikki and Ronald Zhao (2002); *Information Content of Earnings and Earnings Components of Commercial Banks: Impact of SFAS No. 115*; *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 18; pp.405 – 421.

Jensen, Michael C. and William H. Meckling (1976); *Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure*; *Journal of Financial Economics*, Vol. 3; pp. 305 – 360.

Kasim, Yuyu Yusran (2011); *Valuasi Harga Saham PT Garuda Indonesia (Persero) Tbk dengan Metode Present Value to EBITDAR CASH FLOW dan Hidden Value*; Tesis Tidak Dipublikasikan, MM – FEUI.

Kim, Lee, and Francis, 1988, “Investment Performance of Common Stock in Relation to Insider Ownership”, *Financial Review*, Vo. 23. February

Knight, James A. (1998); *Value Based Management: Developing A Systematic Approach to Creating Shareholder Value*; McGraw-Hill; Singapore

Liu, Jing; Nissim, D. and Jacob Thomas (2002); *Equity Valuation Using Multiples*; *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No. 1; pp. 135 – 172.

Luehrman, T.A., 1997, “What’s it worth? : A General Manager’s Guide to Valuation”, *Harvard Business Review*, May-June

Manurung, Adler (1994b); *Rates of Return Stocks, Inflation and Money Market Returns: An Indonesian Case Study, 1980 – 1992*; *The Indonesian Journal of Accounting and Business Society*; Vol. 2, No. 2; pp. 200 – 219.

Manurung, Adler Haymans (1997d); *Weak-form Efficiency of the Jakarta Stock Exchange*; *Jurnal Manajemen Prasetya Mulya*, Vol. IV; No. 8; Oktober; pp. 24 - 29



Morin, Roger A. and Sherry L. Jarrell (2001); Driving Shareholder Value: Value Building Techniques for Creating Shareholder Wealth; McGraw-Hill, Singapore

Nissim, Doron and Stephen H. Penman (2001); Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice; Review of Accounting Studies, Vol. 6; pp. 109 – 154.

Novianti, Ivon (2006); Analisis Penilaian Perusahaan dan Kelayakan Harga Saham Pada Kemungkinan Merger antara PT Bank Niaga Tbk dan PT Bank Lippo Tbk Dalam Wacana Single Present Policy serta penilaian Sinergi dan Kinerja Bank Pasca Merger; Tesis Tidak Dipublikasikan, MM – FEUI.

Ohlson, James A. (1995); Earnings, Book Values and Dividend in Equity Valuation; Contemporary Accounting Research, Vol. 11, No. 2; pp. 661 – 687.

Palepu, K. G.; Healy, P. M. and Erik Peek (2010); Business Analysis and Valuation: IFRS Edition; SOUTH-WESTERN CENGAGE Learning.

Penman, Stephen H and Theodore Sougiannis (1996); A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation; Working Paper.

Poitras, Geoffrey (2011); Valuation of Equity Securities: History, Theory and Application; World Scientific.

Pourheydari, O.; Aflatooni, A.; Zahra Nikbakhat (2008); The Pricing of Dividends and Book Value in Equity Valuation: The Case of Iran; International Research Journal of Finance and Economics; Vol. 13.

Simorangkir, JPS and Panubut Simorangkir (2012); Valuasi Harga Saham PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk dengan Discounted Earnings Approach dan Price to Book Value Ratio; Jurnal Pasar Modal dan Perbankan, Vol. 1, No. 1; pp. 1 – 19.

Sareewiwatthana, Paiboon and R. Phil Malone (1985); Market Behavior and the Capital Asset Pricing Model in the Securities Exchange of Thailand: An Empirical Application; Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 12, No. 3; pp. 439 – 452.

Sehgal, Sanjay and Asheesh Pandey (2010); Equity Valuation Using Price Multiples: Evidence From India; Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance; Vol. 6, No. 1; pp. 89 108.

Supattarakul, Somchai and Anya Khanthavit (2011); Empirical Evidence on Equity Valuation of Thai Firms; World Academy of Science, Engineering and Technology, Vol. 77; pp. 597 – 606.

Surplusya, Guninta and Ratna Whardani (2012); Fundamental vs Technical Analysis Preferences and Determinant of Indonesia Investors; Journal Keuangan dan Perbankan, Vol. 14, No.1.

Suryapratama, Anthony (2010); Analisis Fundamental PT ADARO ENERGY, Tbk; Tesis Tidak Dipublikasikan, MM - FEUI

Telle, M. R. E and K. G. Grankvist (2009); SAS AB Valuation; Thesis Master Tidak Dipublikasikan, NORGES HANDELSHOYSKOLE.

Thomas, Rawley and Benton E. Gup (2010); the Valuation Handbook: Valuation Tehcniques From Today's Top Practitioners; John Wiley & Sons.

Titman, Sheridan and J. D. Martin (2011); Valuation: the Art and Science of Corporate Investment Decisions; Pearson – Prentice Hall.

Utama, Siddharta and Anto Yulianto Budi Santosa (1998); Kaitan antara Rasio Price/Book Value dan Imbal Hasil Saham pada Bursa Efek Jakarta; Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 1, No. 1; pp. 127 – 140.

Vardavaki, A. and J. Mylonakis (2007); Empirical Evidenc on Retail Firms' Equity Valuation Models; International Research Journal of Finance and Economics; Vol. 7.

Walter, James (1963); Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Firm; Journal of Finance, pp. 280 – 291.

Woods, J.C., and Randall, M., 1989, "The Net Present Value of Future Investment Opportunities: Its Impact on Shareholder Wealth and Implication for Capital Budgeting Theory, Financial Management, Spring .