



## VALUASI SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR MENGGUNAKAN GUIDELINE PUBLICLY TRADED COMPANY METHOD

<sup>1\*</sup>Rahmat Heryat Furqon, <sup>2</sup>Lenni Lukitasari

<sup>1</sup>Universitas Pasundan, Bandung, Jawa Barat, Indonesia

<sup>2</sup>Universitas Teknologi Digital, Bandung, Jawa Barat, Indonesia

[\\*rh.furqon@gmail.com](mailto:rh.furqon@gmail.com)

### Abstrak

Valuasi saham dilakukan untuk menentukan nilai atas suatu objek penilaian secara objektif dan profesional sesuai standar penilaian dan peraturan perpajakan terhadap kelangsungan usaha (*going concern*) termasuk didalamnya kepentingan dan kepemilikan (*business ownership interest*) serta transaksi dan segala sesuatu yang mempengaruhi nilai perusahaan. Fokus penelitian ini adalah valuasi saham pada perusahaan manufaktur untuk menguji kewajaran nilai atas 14.999.000 lembar saham seri A yang dimiliki oleh perusahaan di luar negeri pada entitas perusahaan manufaktur dalam rangka pengambilalihan usaha yang terkait ketentuan dalam Pasal 10 ayat (3) Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan s.t.d.t.d. Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 yang seharusnya dikeluarkan atau diterima berdasarkan harga pasar. Valuasi ini dilakukan dengan menganalisis laporan keuangan, analisis makro ekonomi, analisis industri, analisis perencanaan strategi, penerapan pendekatan dan metode penilaian yang dipilih. Pendekatan yang digunakan menggunakan Pendekatan Pasar (*Market Based Approach*) dengan Metode Pembandingan Perdagangan Tercatat di Bursa (*Guideline Publicly-Traded Comparable Method*).

**Kata Kunci:** Valuasi Saham, Guideline Publicly Traded Company Method, Penilaian Pajak

### Abstract

*Stock valuation is carried out to determine the value of an object of appraisal objectively and professionally in accordance with valuation standards and tax regulations on business continuity (going concern), including business ownership interest and transactions and everything that affects the value of the company. The focus of this study is the valuation of shares in manufacturing companies to test the fairness of the value of 14,999,000 series A shares owned by companies abroad in manufacturing company entities in the context of business takeovers related to the provisions in Pasal 10 ayat (3) Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan s.t.d.t.d. Undang-Undang Nomor 36 Tahun 2008 which should be issued or accepted based on market prices. This valuation is carried out by analyzing financial reports, macroeconomic analysis, industry analysis, strategic planning analysis, application of the chosen valuation approach and method. The approach used uses a Market Based Approach with the Guideline Publicly-Traded Comparable Method.*

**Keywords:** Stock Valuation, Guideline Publicly Traded Company Method, Tax Assessment

### PENDAHULUAN

Valuasi saham adalah bagian dari penilaian bisnis, dimana penilaian bisnis mencakup atas Penilaian Entitas (*Enterprise Value*); Penilaian Ekuitas (*Equity Value*); Penilaian kerugian ekonomis yang diakibatkan oleh suatu kejadian atau peristiwa tertentu (*Economic Damage*).

Sebelum melakukan penilaian bisnis, penting untuk menetapkan apakah penilaian tersebut adalah untuk entitas bisnis secara keseluruhan, saham atau kepemilikan saham

pada suatu entitas, kegiatan usaha yang tertentu dari entitas, ataukah aset atau liabilitas yang tertentu dari entitas (SPI 2018). Jika yang dinilai saham atau kepemilikan saham pada suatu entitas bisnis, maka harus ditentukan tujuan nilai yang akan dihasilkan. Pada penelitian ini valuasi saham dilakukan untuk menguji kewajaran nilai saham dalam rangka aksi korporasi yaitu pengambilalihan usaha untuk tujuan perpajakan pada perusahaan manufaktur. Pengambilalihan usaha adalah perbuatan hukum yang

dilakukan oleh badan hukum atau orang perseorangan untuk mengambil alih saham perseroan yang mengakibatkan beralihnya pengendalian atas perseroan.

Dalam melakukan valuasi saham yang sangat penting adalah ketersediaan data karena data dipercaya sebagai unsur paling dasar yang harus diketahui dalam proses penemuan, penciptaan, dan pengaplikasian suatu pengetahuan (*knowledge*) untuk menjawab permasalahan-permasalahan publik (Soegiono 2017). Sebagaimana diketahui bahwa data penilaian untuk kepentingan perpajakan lebih sulit untuk didapat, berbeda jika penilaian dilakukan atas keinginan manajemen untuk kepentingan internal perusahaan. Oleh karena keterbatasan data tersebut maka metode penilaian saham dilakukan disesuaikan dengan data yang tersedia. Sebagaimana penjelasan (SPI 2018) bahwa pemilihan pendekatan penilaian yang sesuai sangat bergantung kepada pertimbangan seperti tujuan dan Dasar Nilai yang ditetapkan, tersedianya informasi dan data masukan dan metode atau teknis yang diterapkan oleh pelaku pasar yang relevan.

Objek penilaian pada penelitian ini adalah kepemilikan saham pada entitas bisnis yang bergerak dibidang manufaktur memproduksi alas kaki kapasitas 900.000 pasang per tahun dan mulai produksi tahun 2012. Tujuan valuasi saham dilakukan dalam rangka menguji kewajaran nilai transaksi sesuai harga pasar per Oktober 2018 sebagaimana diamanatkan dalam pasal 10 ayat (3) Undang-Undang Pajak Penghasilan yang mengatur bahwa nilai perolehan atau pengalihan harta yang dialihkan dalam rangka likuidasi, penggabungan, peleburan, pemekaran, pemecahan, atau pengambilalihan usaha adalah jumlah yang seharusnya dikeluarkan atau diterima berdasarkan harga pasar, kecuali ditetapkan lain oleh Menteri Keuangan, sesuai Peraturan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor : 56/PMK. 010/2021 tentang Perubahan Kedua Atas Peraturan Menteri Keuangan Nomor : 52/PMK.010/2017 tentang Penggunaan Nilai Buku Atas Pengalihan Dan Perolehan Harta Dalam

Rangka Penggabungan, Peleburan, Pemekaran, Atau Pengambilalihan Usaha.

Penilaian dilakukan dengan menganalisis laporan keuangan, analisis makro ekonomi, analisis industri, analisis perencanaan strategis, penerapan pendekatan dan metode penilaian yang dipilih.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

Pengetahuan tentang berapa nilai suatu perusahaan sangat penting baik bagi pemilik perusahaan maupun investor ketika menegosiasikan harga suatu perusahaan pada saat melakukan transaksi komersial (Miciuła, Kadłubek, and Stępień 2020). Aksi korporasi sering dilakukan dengan tujuan untuk meningkatkan daya saing perusahaan dan merupakan kebijakan perusahaan terbuka yang berpengaruh kepada kepemilikan saham (Riyanto 2020) dan aksi korporasi dipilih oleh pelaku bisnis karena secara material terjadi perubahan struktur kepemilikan saham yang bertujuan untuk meningkatkan nilai dan harga efek perseroan (Chandra 2021). Oleh karena itu perlu dilakukan penilaian untuk menentukan nilai dengan mengacu kepada pendekatan dan metode penilaian.

Menurut International Valuation Standards (Drábek 2022), metode berbasis pasar menentukan nilai suatu aset dengan membandingkannya dengan aset yang identik atau sebanding (serupa) yang informasi harganya tersedia (IVS 2017), pandangan yang sama dengan yang disampaikan (Damodaran 2017). European Valuation Standards (EVS 2016) mendefinisikan pendekatan pasar sebagai penilaian yang dilakukan dengan membandingkan aset subjek dengan data yang diperoleh dari transaksi tersebut di pasar yang memenuhi kriteria untuk dasar nilai yang relevan.

## **METODE**

Tidak ada metode yang terbaik dalam setiap valuasi karena penggunaan metode valuasi berbeda akan menghasilkan nilai yang berbeda. Oleh karena itu valuasi membutuhkan keahlian kualitatif dan

kuantitatif (David and David 2017) sehingga penting untuk menghasilkan penilaian yang akurat sesuai tujuan penilaian (Gornall 2021).

Metode penelitian ini dengan melakukan valuasi saham dengan mengikuti struktur atau tahapan yang telah ditentukan, karena didalam penilaian ini ada hirarki yang menjadi panduan dalam melakukan penilaian, yakni pendekatan penilaian, metode penilaian dan teknik atau model (French and Gabrielli 2018).

Berdasarkan uraian diatas dan data yang tersedia maka pendekatan yang digunakan dalam penilaian ini adalah Pendekatan Pasar (*Market Based Approach*) dengan Metode Pembandingan Perdagangan Tercatat di Bursa (*Guideline Publicly-Traded Comparable Method*).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Valuasi saham dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

### 1. Analisis Laporan Keuangan

Posisi Laporan Keuangan pada akun Peredaran Usaha mengalami kenaikan antara tahun pajak 2015 sampai dengan tahun pajak 2019. Kenaikan pertumbuhan peredaran usaha antara tahun 2015 sampai dengan 2019, yaitu berturut-turut sebesar 15,26%; 9,79%; dan 36,98%.

### 2. Analisis Makro Ekonomi

Industri alas kaki masuk ke dalam kategori industri pengolahan pada klasifikasi lapangan usaha Produk Domestik Bruto (PDB). Industri pengolahan merupakan salah satu lapangan usaha yang menopang perekonomian Indonesia. Hal ini dibuktikan dengan besarnya kontribusi Produk Domestik Bruto (PDB) dari industri ini sebesar 17,63% pada tahun 2018. Kontribusi sektor industri pengolahan di tahun 2018 mayoritas ditopang dari subsektor industri tekstil dan produk tekstil yang produktif sedangkan sisanya oleh subsektor-subsektor lainnya termasuk industri alas kaki.

Berdasarkan data PDB atas dasar harga berlaku, industri pengolahan terus mengalami pertumbuhan positif dari tahun 2015 sampai dengan 2018. Namun pada tahun 2017 dan 2018, industri pengolahan mengalami perlambatan laju ekonomi. Pada tahun 2017, pertumbuhan PDB Industri pengolahan sebesar 17,89%, lebih rendah dari pada pertumbuhan PDB tahun 2016 sebesar 18,21%. Sedangkan pada tahun 2018, pertumbuhan PDB kembali melambat sebesar 0,26% sehingga menjadi 17,63%. Meskipun kategori ini masih menjadi kontributor terbesar dalam perekonomian nasional, tetapi proporsi angkanya yang terus mengalami penurunan menyebabkan banyak pihak mengkhawatirkan telah terjadi gejala deindustrialisasi di Indonesia.

### 3. Analisis Industri

Kinerja industri alas kaki dalam beberapa tahun terakhir menggambarkan bahwa prospek industri alas kaki ke depan cukup bagus. Hal ini ditandai oleh daya saingnya yang terus menanjak di pasar global. Tren laju pertumbuhan kelompok industri alas kaki, kulit dan barang dari kulit menunjukkan angka-angka yang terus meningkat setiap tahunnya. Tahun 2018 kelompok industri tersebut mampu tumbuh 9,42%, naik signifikan dibanding tahun sebelumnya yang berada di angka 2,22%. Capaian tahun 2018 merupakan pertumbuhan tertinggi selama tujuh tahun terakhir.

Industri alas kaki juga merupakan salah satu sektor manufaktur andalan yang mendapat prioritas pengembangan dari pemerintah karena padat karya dengan menyerap tenaga kerja sekitar 800.000 orang pada 2018 dan orientasi ekspor di tahun 2018 meningkat hingga 4,13 persen atau naik menjadi US\$ 5,11 miliar dari tahun sebelumnya (2017) sebesar US\$ 4,91 miliar. Demikian pula dengan penyerapan tenaga kerja yang juga mengalami kenaikan, dari 795.000 orang di tahun 2017 menjadi 819.000 orang di tahun 2018.

Prospek industri alas kaki sangat baik karena didukung oleh beberapa faktor, diantaranya adalah tenaga kerja yang banyak dan kompeten; serta berpengalaman di bidangnya. Di samping itu, pemerintah juga memberikan dukungan terhadap iklim usaha yang baik; serta adanya investasi baru atau perluasan dengan teknologi yang lebih baik. Seriring dengan masuknya investor ke Indonesia, industri alas kaki diyakini semakin meningkat kapasitas produksinya sehingga dapat memenuhi kebutuhan pasar dalam negeri sekaligus menjadi substitusi impor serta mengisi pasar ekspor. Sepanjang tahun 2018 misalnya, investasi di industri alas kaki sebesar Rp 12,8 triliun naik dibanding tahun 2017 yang mencapai Rp 12,1 triliun (Kemenperin 2019).

#### 4. Analisis Perencanaan Strategis

Analisis perencanaan strategis digunakan untuk mengevaluasi posisi perusahaan dalam situasi persaingan di dunia bisnis dengan menggunakan dua analisis strategis yaitu analisis SWOT dan *Porter's Five Forces Analysis*.

##### a. Analisis SWOT

Analisis SWOT (*strength, weakness, opportunity and threat*) terdiri atas faktor internal yang bisa dikontrol dan faktor eksternal atau lingkungan yang mungkin sulit dikontrol. Kedua sisi dianalisis supaya dapat disusun suatu strategi untuk mencapai keberhasilan dan mempunyai daya saing. Dari faktor internal bisa diidentifikasi kekuatan dan kelemahan (*strength and weakness*) sedangkan dari faktor eksternal berupa peluang dan ancaman (*opportunity and threat*).

##### 1) Kekuatan (*Strength*)

- Berdasarkan Laporan keuangan, perusahaan memiliki asset yang cukup besar, dimana asset perusahaan tersebut berasal dari ekuitas perusahaan dengan komposisi lebih dari 50% jika dibandingkan dengan

kewajiban perusahaan.

- Objek penilaian merupakan perusahaan yang memproduksi komponen sepatu dan telah memiliki merek yang diproduksi di luar negeri.
- Objek penilaian telah beroperasi kurang lebih 12 tahun membuktikan bahwa perusahaan mampu bertahan dan beroperasi serta memiliki cukup pengalaman terkait industri alas kaki.
- Produk yang dihasilkan memiliki daya saing yang kuat di pasar luar negeri dan memberikan dampak positif terhadap keberlangsungan perusahaan.
- Banyaknya inovasi dan teknologi yang dikembangkan dengan berbagai merek.

##### 2) Kelemahan (*Weakness*)

- Selama Dua tahun terakhir, yaitu tahun 2016 dan 2017, Laporan keuangan perusahaan membukukan rugi bersih berturut-turut, yaitu senilai 5.311.416 usd pada tahun 2016 dan 1.613.079 pada tahun 2017.

##### 3) Peluang (*Opportunity*)

- Industri alas kaki merupakan sektor manufaktur andalan yang mendapat prioritas pengembangan dari pemerintah. Hal tersebut dikarenakan industri alas kaki tergolong industri padat karya dan berorientasi ekspor sehingga memberikan kontribusi besar bagi perekonomian nasional.
- Sebagai salah satu sektor strategis, yaitu padat karya, industri alas kaki terus didukung oleh pemerintah dengan berbagai kebijakan, diantaranya membuka lebar peluang investasi bagi para investor di industri alas kaki dengan kepemilikan 100%

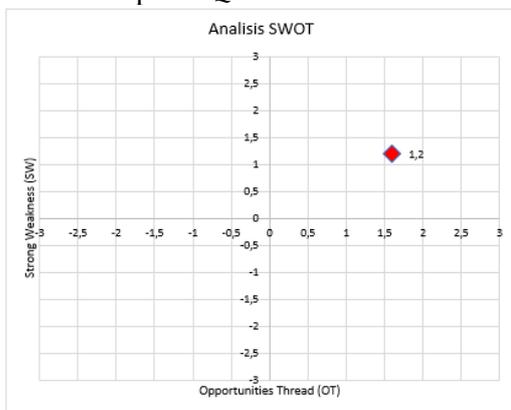
asing, tunjangan pajak dll.

- Investasi PMDN dalam Industri Alas Kaki yang terus ada dalam 7 tahun terakhir, dengan nilai yang relatif besar.
- Tenaga Kerja yang terampil dan memiliki pengalaman yang luas. Industri alas kaki menyerap 8% dari seluruh angkatan kerja industri manufaktur nasional di Indonesia. Lebih dari 400.000 pekerja telah bekerja di industri alas kaki dari tahun 2010 - 2016, dengan rincian masing-masing 416.421 pekerja pada perusahaan PMA dan 22.492 pekerja pada perusahaan PMDN.

4) Ancaman (*Threat*)

- Investasi PMA pada industri alas kaki yang mengalami penurunan, berdasarkan data tahun 2010 sampai dengan tahun 2016.
- Adanya produk pesaing yang semakin gencar dipasarkan.

Berdasarkan keempat faktor dalam analisis SWOT tersebut diatas, penilai melakukan analisis IFAS (*Internal Factor Analysis Strategy*) dan EFAS (*External Factor Analysis Strategy*) atas objek penilaian. Hasil analisis diperoleh nilai IFAS 1,6 dan nilai EFAS 1,2 (perhitungan terlampir), sehingga berdasarkan grafik analisis SWOT perusahaan berada pada Quadrant 1.



Gambar 1. Hasil Analisis SWOT

Hal tersebut merupakan situasi yang sangat menguntungkan. Perusahaan tersebut memiliki peluang dan kekuatan sehingga dapat memanfaatkan peluang yang ada. Strategi yang harus diterapkan dalam kondisi ini adalah mendukung kebijakan pertumbuhan yang agresif (*Growth Oriented Strategy*).

b. *Porter's Five Forces Analysis*.

Pemodelan *Porter's Five Forces* dikembangkan pertama kali oleh Michael Porter. *Porter's Five Forces* merupakan *tools* yang digunakan untuk menganalisis bagaimana lingkungan yang kompetitif akan berpengaruh terhadap pemasaran suatu produk.

*Tools* ini sebagai alat untuk menganalisis lingkungan persaingan industri. Analisis ini membantu perusahaan untuk memahami faktor-faktor apa saja yang berpengaruh baik peluang maupun hambatan yang dimiliki sebagai acuan untuk meminimalisir ancaman dan memaksimalkan meraih peluang di masa mendatang. Selain itu, analisis lima kekuatan Porter ini dapat membantu mendeskripsikan profitabilitas pada industri yang spesifik untuk memperoleh tingkat pengembalian investasi yang melebihi biaya, serta dapat memberikan informasi untuk pengambilan keputusan mengenai peningkatan kapasitas dan pengembangan strategi kompetitif.

Analisis *Porter's Five Forces* adalah sebagai berikut :

1) Ancaman Masuknya Pesaing Baru (*Threat Of New Entrants*)

Ancaman pesaing tidak hanya datang dari para kompetitor lama. Seiring dengan berkembangnya usaha, munculah kompetitor baru.

Semakin mudahnya perusahaan baru masuk ke suatu industri tertentu, maka intensitas persaingan antar perusahaan akan

meningkat. Hambatan bagi masuknya perusahaan baru dapat mencakup kebutuhan untuk mencapai skala ekonomi secara cepat, kebutuhan untuk menguasai teknologi dan pengetahuan khusus, pengalaman yang kurang, tingginya loyalitas dari setiap konsumen, kuatnya preferensi merek, besarnya persyaratan dalam hal modal, saluran distribusi yang kurang, kebijakan yang ditetapkan oleh pemerintah, akses ke bahan mentah yang masih kurang, kepemilikan paten, lokasi yang kurang menguntungkan.

Objek penilaian berdiri sejak tahun 2010 sehingga perusahaan sudah memiliki pengalaman dan keunggulan dibandingkan dengan pendatang baru. Semakin tinggi hambatan masuk bagi pendatang baru, maka posisi objek penilaian yang bergerak di bisnis industri alas kaki akan semakin diuntungkan. Beberapa hambatan bagi para pendatang baru, antara lain memerlukan dana atau modal yang tinggi, hak paten atau merek, skala ekonomi, loyalitas pelanggan dan peraturan pemerintah.

2) Kekuatan Penawaran Pemasok (*Bargaining Power Of Supplier*)

Daya tawar pemasok mempengaruhi intensitas persaingan di suatu industri khususnya ketika terdapat sejumlah besar pemasok, atau ketika hanya terdapat sedikit bahan mentah pengganti yang bagus, atau ketika biaya peralihan ke bahan mentah lain sangat tinggi. Setidaknya ada beberapa faktor yang dapat meningkatkan kekuatan tawar pembeli. Faktor tersebut antara lain yaitu pangsa pembeli yang besar, biaya pengalihan ke produk lain yang relatif kecil, banyaknya produk pengganti dan minimnya diferensiasi produk.

Berdasarkan data asset tetap tanah dan bangunan pabrik yang dimiliki oleh objek penilaian cukup besar, hal tersebut membuktikan bahwa perusahaan mempunyai kapasitas yang cukup besar dan sudah beroperasi selama kurang lebih 12 tahun sehingga memiliki pengalaman dan relasi yang cukup luas untuk mendapatkan bahan baku dari pemasok yang berhubungan dengan Industri alas kaki tersebut. Demikian juga dengan berbagai merek yang dihasilkan menawarkan diferensiasi produk ke customer dengan meluncurkan type dan model sepatu beragam.

3) Ancaman dari Produk Pengganti (*Threat Of Substitute Product*)

Di banyak industri, perusahaan berkompetisi ketat dengan produsen produk-produk pengganti. Dimana akan sangat berpengaruh apabila produk pengganti tersebut memiliki harga yang lebih murah dan biaya peralihan konsumen yang juga turun. Ancaman produk pengganti dapat dijelaskan oleh faktor-faktor yaitu harga relatif dalam kinerja barang pengganti, biaya pengalihan ke produk lain dan kecenderungan pembeli untuk mengganti produk.

Berdasarkan hal tersebut, objek penilaian menghadirkan produk alas kaki dengan harga yang lebih terjangkau oleh kalangan masyarakat. Penetapan harga yang terjangkau tersebut dapat memberikan efek pada keberlanjutan operasional perusahaan.

4) Kekuatan Penawaran Pembeli (*Bargaining Power Of Buyers*)

Ketika konsumen berkonsentrasi atau berbelanja atau membeli dalam volume besar, daya tawar mereka menunjukkan kekuatan besar yang

mempengaruhi intensitas persaingan di suatu industri. Berikut ini faktor yang mempengaruhi kuat tidaknya daya tawar penyedia input (pemasok). Industri pemasok didominasi hanya oleh sedikit perusahaan. Produk pemasok hanya memiliki sedikit barang pengganti. Pembeli bukan merupakan pelanggan yang penting bagi pemasok. Produk pemasok merupakan produk yang penting bagi pembeli. Produk pemasok didiferensiasikan. Produk pemasok memiliki biaya pengalihan tinggi. Pemasok memiliki ancaman integrasi ke depan yang kuat.

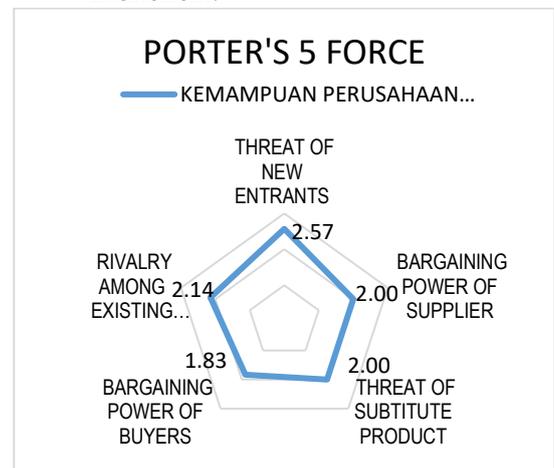
Konsumen memiliki kemampuan untuk memilih dan menentukan produk yang akan mereka beli sesuai dengan kebutuhan, tingkat harga, dan kualitas produk menurut mereka. Maka dari itu objek penilaian harus memiliki daya tarik khusus kepada konsumen serta memberikan layanan semaksimal mungkin kepada konsumen, agar konsumen merasa tertarik dan sangat menikmati produk serta layanan yang diberikan oleh perusahaan.

Produk yang ditawarkan dengan merek yang dihasilkan adalah dari kualitas sepatu yang cukup baik dan awet digunakan oleh masyarakat, selain itu sepatu yang diproduksi bersifat tahan lama dan dari sisi harga yang ditawarkan oleh perusahaan, harga tersebut masih terjangkau oleh masyarakat luas. Selain itu perusahaan juga menawarkan tipe dan model sepatu yang beragam dan juga mengikuti perkembangan zaman.

- 5) Persaingan diantara perusahaan yang ada (*Rivalry Among Existing Competitors*)

Faktor persaingan antar pesaing dalam

industri yang sama inilah yang menjadi sentral kekuatan persaingan. Strategi yang dijalankan oleh suatu perusahaan dapat berhasil hanya jika perusahaan memberikan keunggulan kompetitif dibandingkan dengan perusahaan pesaing, seperti penurunan harga, peningkatan kualitas, penambahan fitur, penyedia layanan, perpanjangan garansi dan lain-lain. Semakin tinggi tingkat persaingan antar perusahaan mengindikasikan semakin tinggi pula profitabilitas industri, namun profitabilitas perusahaan mungkin menurun.



Gambar 2. Hasil Analisis Porter's 5 Force

Dalam perkembangannya perusahaan dalam menghadapi persaingan di antara perusahaan pesaing dengan mengambil langkah-langkah optimal, seperti penawaran harga yang dapat dijangkau oleh masyarakat, kualitas produk yang bersifat awet dan tahan lama, menawarkan jenis atau tipe produk yang beragam, produksi produk yang mengikuti perkembangan zaman dan lainnya.

### 5. Pendekatan Penilaian

Tiga pendekatan yang diakui dan umum digunakan adalah pasar, pendapatan dan biaya. Semua ini didasarkan pada prinsip-prinsip ekonomi yang mendasari pembentukan

harga dan pilihan pendekatan akan bervariasi tergantung pada tujuan dan sifat penilaian (French and Gabrielli 2018; Lisi 2019).

**a. Pendekatan Pasar (*Market Based Approach*)**

Pendekatan Pasar memberikan indikasi nilai dengan membandingkan aset dengan aset lainnya yang identik atau sebanding dimana terdapat informasi harga, seharusnya diterapkan dan diberikan bobot signifikan dalam kondisi dimana aset yang dinilai baru saja dijual dalam transaksi yang sesuai untuk pertimbangan yang terdapat dalam Dasar Nilai yang digunakan atau aset yang dinilai atau aset yang secara langsung substansial sejenis diperdagangkan di publik secara aktif, dan/atau terdapat beberapa transaksi dan/atau transaksi terkini yang dapat diobservasi untuk aset yang secara substansial sejenis.

**b. Pendekatan Biaya (*Cost Based Approach*)**

Pendekatan Biaya memberikan indikasi nilai menggunakan prinsip ekonomi bahwa pembeli akan membayar aset lebih dari biaya untuk mendapatkan aset dengan utilitas yang sama, baik melalui pembelian atau melalui pembuatan konstruksi dengan mengecualikan faktor-faktor seperti waktu yang tidak semestinya, ketidaknyamanan, risiko atau faktor-faktor lainnya. Pendekatan ini memberikan indikasi nilai dengan menghitung biaya pengganti atau reproduksi saat ini dari aset dan membuat pengurangan untuk kemunduran fisik dan seluruh bentuk keusangan lainnya yang relevan.

Dalam Penilaian Perusahaan Pendekatan Biaya lazimnya dikenal sebagai Pendekatan berbasis aset (*Asset Based Approach*). Estimasi biaya yang akan digunakan yaitu dengan Biaya Reproduksi Baru (*Reproduction Cost New*) atau Biaya Pengganti Baru

(*Replacement Cost New*) setelah dikurangi dengan penyusutan.

**c. Pendekatan Pendapatan (*Income Based Approach*)**

Pendekatan Pendapatan, memberikan indikasi nilai dengan mengkonversi arus kas masa depan menjadi satu nilai saat ini. Pada Pendekatan Pendapatan, nilai aset ditentukan referensi kepada pendapatan, arus kas atau penghematan biaya yang dihasilkan aset dan diterapkan dan mendapatkan bobot signifikan pada kondisi dimana pelaku pasar melihat kemampuan aset menghasilkan pendapatan adalah unsur penting yang mempengaruhi nilai, dan/atau tersedia proyeksi yang wajar (dengan waktu yang sesuai) atas pendapatan masa depan untuk aset yang dinilai, apabila hanya terdapat sedikit atau tidak ada pembanding pasar yang relevan untuk menerepakan pendekatan pasar.

**6. Pemilihan Pendekatan Penilaian**

Pendekatan Penilaian yang dipilih disesuaikan dengan tujuan penilaian dan data yang tersedia. Selain membandingkan aset dengan aset lainnya yang identik atau sebanding dimana terdapat informasi harga tidak terpenuhi, maka terdapat beberapa kondisi tambahan yang menyebabkan Pendekatan Pasar dapat diterapkan dan mendapatkan bobot yang signifikan, dengan mempertimbangkan apakah pendekatan lainnya dapat diterapkan dan diberikan bobot untuk mendukung indikasi nilai dari Pendekatan Pasar, yaitu transaksi yang melibatkan aset yang dinilai atau aset yang secara substansial sejenis tidak terjadi dalam kurun waktu belakangan ini dengan mempertimbangkan tingkat volatilitas dan aktivitas di pasar atau aset yang dinilai atau aset yang secara substansial sejenis diperdagangkan di publik, tapi tidak secara aktif atau informasi di transaksi pasar tersedia, namun aset sejenis memiliki perbedaan signifikan

terhadap aset yang dinilai, dan berpotensi membutuhkan penyesuaian yang subyektif (SPI 2018).

Pendekatan Pasar seringkali menggunakan pengali pasar (*market multiples*) yang didapatkan dari kumpulan data perbandingan, masing-masing dengan pengali yang berbeda. Pemilihan pengali yang sesuai dalam kisaran tersebut membutuhkan pertimbangan, dengan mempertimbangkan faktor kualitatif dan kuantitatif serta memerlukan penyesuaian yang tepat untuk aplikasinya (Visconti 2021).

Dalam penelitian ini, penilaian menggunakan teknik/model multiple dan teknik/model multiple yang digunakan hanya sales karena data sangat terbatas.

#### **Metode dalam Pendekatan Pasar**

Menurut International Valuation Standards (Drábek 2022), metode berbasis pasar menentukan nilai suatu aset dengan membandingkannya dengan aset yang identik atau sebanding (serupa) yang informasi harganya tersedia (IVS 2017), pandangan yang sama dengan yang disampaikan (Damodaran 2017). European Valuation Standards (EVS 2016) mendefinisikan pendekatan pasar sebagai penilaian yang dilakukan dengan membandingkan aset subjek dengan data yang diperoleh dari transaksi tersebut di pasar yang memenuhi kriteria untuk dasar nilai yang relevan.

Sedangkan menurut (SPI 2018) metode pendekatan pasar adalah :

##### a. Metode Perbandingan Data Pasar

Metode Perbandingan Data Pasar, dalam penilaian bisnis juga dikenal sebagai *Guideline Transaction Method* sedangkan dalam penilaian properti dikenal sebagai *Direct Comparison Method*, yaitu menggunakan informasi dari transaksi atau penawaran yang melibatkan aset yang sama atau sejenis dengan aset yang dinilai untuk mendapatkan indikasi nilai.

##### b. Metode Perbandingan Perdagangan Tercatat di Bursa (*Guideline Publicly-Traded Comparable Method*).

Yaitu menggunakan informasi dari perbandingan/aset yang sama atau sejenis dengan aset yang dinilai yang diperdagangkan di bursa untuk mendapatkan indikasi nilai. Metode ini mirip dengan metode perbandingan data pasar. Namun demikian, terdapat beberapa perbedaan dikarenakan perbandingan berasal dari aset yang diperdagangkan di bursa, yaitu tolak ukur penilaian/bukti perbandingan tersedia pada tanggal penilaian, Informasi detail dari perbandingan tersedia dalam dokumen publik (*public filings*), dan informasi yang terdapat dalam dokumen publik dibuat dengan mengacu kepada standar akuntansi yang dipahami dengan baik.

Metode ini digunakan jika aset yang dinilai memiliki kemiripan yang cukup dengan aset perbandingan yang diperdagangkan di bursa untuk memungkinkan adanya perbandingan yang berarti.

Penilai memilih perdagangan terbuka perbandingan dalam konteks dimana penggunaan beberapa perdagangan terbuka perbandingan yang sejenis lebih disarankan daripada hanya menggunakan satu perusahaan perbandingan. Bukti transaksi dari perusahaan perbandingan (misalnya, dengan segmen pasar yang sama, area geografis, ukuran pendapatan dan/atau aset, tingkat pertumbuhan, margin profit, leverage, likuiditas dan diversifikasi) memberikan indikasi nilai yang lebih baik daripada perbandingan yang membutuhkan penyesuaian yang signifikan. Efek yang aktif diperdagangkan memberikan bukti yang lebih berarti daripada efek yang jarang diperdagangkan.

Penilai seharusnya menganalisis dan membuat penyesuaian untuk berbagai perbedaan material antara perdagangan terbuka pembanding dan aset yang dinilai. Contoh dari perbedaan yang umum ditemui yang membutuhkan penyesuaian, termasuk diantaranya adalah karakteristik perusahaan (lama beroperasi, ukuran perusahaan, klasifikasi perusahaan, dan lain-lain), diskon dan premium yang relevan, restriksi yang relevan pada aset yang dinilai atau aset pembanding, lokasi geografis dari perusahaan dan kondisi ekonomi serta ketentuan perundang-undangan, profitabilitas atau kemampuan menghasilkan keuntungan dari asset, tingkat pertumbuhan historis dan yang diharapkan, perbedaan yang terkait dengan karakteristik marketabilitas pengendalian dari aset pembanding dan aset yang dinilai, dan bentuk kepemilikan.

Dari beberapa pendekatan yang umum digunakan dalam penilaian seperti dijelaskan diatas, data yang tersedia dan beberapa catatan penting bahwa dalam laporan keuangan perusahaan mencatatkan rugi dengan Nilai Harga Pokok melebihi Nilai penjualan perusahaan, peredaran usaha perusahaan di dominasi oleh transaksi dengan pihak yang memiliki hubungan istimewa (intra group) serta berdasarkan data yang tersedia, maka pendekatan dan metode yang dipilih adalah Pendekatan Pasar (*Market Based Approach*) menggunakan Metode Pembanding Perdagangan Tercatat di Bursa (*Guideline Publicly-Traded Comparable Method*) dengan teknik/model Pengali Pasar (*Market Multiples*).

## 7. Proses Valuasi Saham

Ketika pendekatan penilaian pasar (relatif) digunakan, prosedur umum menurut Damodaran (2002) adalah

mengidentifikasi aset yang sebanding dan memperoleh informasi tentang penilaian mereka, mengubah penilaian aset yang sebanding menjadi nilai standar (menciptakan kelipatan), perbandingan nilai standar aset yang dinilai dengan kelipatan yang diamati. Sedangkan menurut (SPI 2018) langkah-langkah yang dilakukan dalam valuasi saham yang dimiliki perusahaan pada entitas bisnis menggunakan Metode Pembanding Perdagangan Tercatat di Bursa (*Guideline Publicly-Traded Comparable Method*) dengan teknik/model Pengali Pasar (*Market Multiples*) adalah mengidentifikasi tolak ukur penilaian/bukti pembanding yang digunakan pelaku pasar pada pasar yang relevan, mengidentifikasi pembanding perdagangan terbuka yang relevan dan menghitung tolak ukur utama penilaian untuk transaksi tersebut, melaksanakan analisis perbandingan yang konsisten terhadap persamaan dan perbedaan kualitatif dan kuantitatif antara perdagangan terbuka pembanding dengan aset yang dinilai, membuat penyesuaian yang diperlukan, apabila ada, terhadap tolak ukur utama penelitian untuk merefleksikan perbedaan antara aset yang dinilai dengan perdagangan terbuka pembanding, menerapkan tolak ukur utama penelitian yang disesuaikan terhadap aset yang dinilai, dan apabila digunakan beberapa tolak ukur penilaian, maka dapat dilakukan rekonsiliasi terhadap indikasi nilai dan terakhir membandingkan objek penilaian dan objek pembanding dengan menggunakan faktor pembanding yang sesuai dan melakukan penyesuaian; dan melakukan pembobotan terhadap indikasi nilai dari hasil penyesuaian masing-masing objek pembanding.

### a. Data Objek Penilaian

Basis data yang digunakan dalam valuasi saham ini adalah Laba Rugi tahun 2017 (table 1).

Rasio yang digunakan sebagai basis penilaian ini adalah penjualan,

dimana semua akun pada Laba Rugi tahun 2017 dibandingkan dengan penjualan sehingga diperoleh rasio sebagaimana pada tabel 1.

Tabel 1. Akun Laba Rugi Objek Penilaian

Akun Laba Rugi Tahun 2017		Rasio Thdp Penjualan
Penjualan	49,368,044,604	
Harga Pokok Penjualan	355,968,983,172	101.89%
Gross Profit / Laba Kotor	(6,600,938,568)	-1.89%
Beban penjualan	13,086,472,791	3.75%
Beban Operasional Lainnya	-	0.00%
Beban umum dan administrasi	3,511,697,907	1.01%
Pendapatan Operasional Lainnya		0.00%
EBITDA / Laba Usaha	23,199,109,266	-6.64%
Depresiasi dan amortisasi	-	0.00%
Beban bunga	-	0.00%
Pendapatan/Beban Lain	12,307,083	0.00%
EBT / Pendapatan Sebelum Pajak	(23,186,802,183)	-6.64%
Beban Pajak	3,270,997,416	0.94%
EAT / Pendapatan Bersih	(26,457,799,599)	-7.57%
Book Value of Stock	203,535,000,000	

**b. Data Pembanding**

Tiga perusahaan tersebut dijadikan data pembanding dan pengali pasar (market multiples) yang digunakan adalah penjualan, sebagaimana table dibawah ini.

Data yang dikumpulkan

Tabel 2. Perhitungan Data Pembanding

Akun Laba Rugi Tahun 2017	Data Pembanding								
	Pembanding 1	Rasio Terhadap Penjualan	Bobot	Pembanding 2	Rasio Terhadap Penjualan	Bobot	Pembanding 3	Rasio Terhadap Penjualan	Bobot
	BATA			BIMA			SSTM		
Penjualan	974,536,083,000			153,713,878,373		1	343,842,837,211		1
Harga Pokok Penjualan	526,713,772,000	54.05%	1	88,499,522,950	57.57%	1	340,200,437,602	98.94%	1
Gross Profit / Laba Kotor	447,822,311,000	45.95%		65,214,355,423	42.43%		3,642,399,609	1.06%	
Beban penjualan	257,327,795,000	26.41%		33,481,332,790	21.78%		10,471,880,624	3.05%	1
Beban Operasional Lainnya	1,172,069,000	0.12%	1	-	0.00%	1	-	0.00%	1
Beban umum dan administrasi	109,121,956,000	11.20%	1	15,781,228,560	10.27%	1	14,721,632,142	4.28%	1
Pendapatan Operasional Lainnya	303,408,000	0.03%	1	1,740,278,416	1.13%	1	-	0.00%	1
EBITDA / Laba Usaha	80,503,899,000	8.26%		17,254,663,996	11.23%		(21,551,113,157)	-6.27%	1
Depresiasi dan amortisasi	-	0.00%	1	-	0.00%	1	-	0.00%	1
Beban bunga	-	0.00%		6,827,940,640	4.44%	1	-	0.00%	
Pendapatan/Beban Lain	(979,730,000)	-0.10%	1	475,086,896	0.31%	1	(9,497,716,546)	-2.76%	

sebagai

objek data pembanding adalah perusahaan yang terdaftar di bursa efek, terdiri dari :

- 1) PT. Sepatu Bata Tbk (BATA) bergerak di bidang pembuatan sepatu kulit, sepatu kanvas, sepatu kasual dan olahraga, sandal injeksi / selop dan alas industri pengaman alas kaki, impor dan distribusi alas kaki. Perusahaan juga aktif dalam mengeksport alas kaki. Perusahaan ini adalah anggota Bata Shoe Organization ("BSO"), yang berkantor pusat di Lausanne, Swiss. BSO adalah salah satu produsen alas kaki terbesar di dunia, beroperasi di banyak negara, memproduksi dan menjual jutaan sepatu setiap tahunnya.
- 2) PT. Primarindo Asia Infrastructure Tbk (BIMA) bergerak di bidang industri alas kaki, khususnya produksi sepatu olah raga dan menangani pengolahan bahan baku pembuatan sepatu olah raga. Perusahaan ini memulai produksi komersialnya pada tahun 1989.

EBT / Pendapatan Sebelum Pajak	79,524,169,000	8.16%		10,907,810,252	7.10%		(31,048,829,703)	-9.03%	1
Beban Pajak	25,869,803,000	2.65%	1	4,887,841,780	3.18%	1	(7,338,995,958)	-2.13%	
EAT / Pendapatan Bersih	53,654,366,000	5.51%		15,795,652,032	10.28%		(23,709,833,745)	-6.90%	1
<b>Total Bobot</b>			<b>7</b>			<b>9</b>			<b>10</b>
Book Value of Stock	741,000,000,000			38,911,899,523			444,945,488,780		
Volume	1,300,000,000			563,940,573			1,170,909,181		
Price/Stock	570			69			380		
Bobot Kesebandingan	26.92%			34.62%			38.46%		
	<b>MULTIPLE PEMBANDING 1</b>		<b>MULTIPLE PEMBANDING 2</b>		<b>MULTIPLE PEMBANDING 3</b>				
Basis Penilaian	Var. Fundamental	Multiple	Var. Fundamental	Multiple	Var. Fundamental	Multiple			
Price/Sales	974,536,083,000	0.760362	153,713,878,373	0.253145	343,842,837,211	1.294037			

3) PT Sunson Textile Manufacturer Tbk (SSTM) bergerak di bidang industri tekstil, yang meliputi pembuatan dan penjualan benang, kain dan produk tekstil lainnya dan juga perdagangan umum. Perusahaan memulai kegiatan komersialnya pada tahun 1973.

**c. Perhitungan Objek Penilaian**

Dalam valuasi saham ini yang menjadi basis penilaian adalah penjualan pada tahun 2017 sebesar Rp.349,368,044,604. Sedangkan untuk Pembanding dilakukan rasio pada akun laba rugi tahun 2017 terhadap penjualan pada masing-masing pembanding dan kemudian dilakukan pembobotan dengan memberikan nilai 1 terhadap masing-masing akun pada laba rugi yang dianggap mempunyai angka rasio yang sebanding. Dari hasil pembobotan dimaksud diperoleh total bobot Pembanding 1, Pembanding 2 dan Pembanding 3 masing-masing sebesar 7, 9 dan 10. Rasio kesebandingan masing-masing bobot pembanding terhadap total bobot masing-masing sebesar 26,92%, 34,62% dan 38,46%. Dengan menggunakan rumus :

$$RK = \frac{BP1}{(BP1 + BP2 + BP3)} \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan :

RK = Rasio Kesebandingan

BP1 = Bobot Pembanding 1

BP2 = Bobot Pembanding 2

BP3 = Bobot Pembanding 3

Dalam menentukan pengali pasar (market multiples) pembanding dilakukan dengan rumus :

$$= \frac{\text{Priceper share}}{(\text{Penjualan} / \text{Volume})} \dots \dots \dots (2)$$

sehingga diperoleh pengali pasar (market multiples) Pembanding 1, Pembanding 2 dan Pembanding 3 sebesar 0.760362, 0.253145 dan 1.294037.

Berdasarkan data sebagaimana dijelaskan diatas maka diperoleh pengali pasar (market multiples) data pembanding dengan rumus :

$$MP = RK \times MP \times \text{Penjualan Objek Penilaian} \dots \dots \dots (3)$$

Keterangan :

MP = Multiple Pembanding

RK = Rasio Kesebandingan

Atas dasar rumus tersebut diperoleh pengali pasar (market multiples) Pembanding 1, 2 dan 3 masing-masing sebesar Rp.71,520,106,966, Rp.30,614,113,785 dan Rp.173,882,812,982 dengan total Nilai Tertimbang sebesar Rp. 276,017,033,733. Jumlah saham yang beredar sebanyak 15,000,000 lembar sehingga indikasi nilai per lembar saham sebesar Rp. 18,401.

Tabel 3. Perhitungan Objek Penilaian

PERHITUNGAN OBJEK PENILAIAN	
Basis Penilaian	Var. Fundamental
Price/Sales	349,368,044,604

Multiple Pembanding 1	71,520,106,966
Multiple Pembanding 2	30,614,113,785
Multiple Pembanding 3	173,882,812,982
Nilai Tertimbang	276,017,033,733
Volume of Share	15,000,000
Indicated Value of Equity per share	18,401
DLOM 40%	7,360
Market Value of Equity per share	11,041
Volume of Share	14,999,000
Market Value of Equity (14,999,000 pcs) Share Saham	165,599,179,558

**d. Analisis DLOC dan DLOM**

Diskon Tanpa Pengendalian (*Discount for Lack of Control*) adalah suatu jumlah atau persentase tertentu yang merupakan pengurang dari nilai suatu ekuitas sebagai cerminan dari kurangnya tingkat pengendalian atas objek penilaian yang dapat diterapkan untuk merefleksikan perbedaan antara pembanding dengan asset yang dinilai berkaitan dengan kemampuan membuat keputusan dan perubahan yang bisa dibuat sebagai hasil dari adanya kendali. Jika semua hal lainnya adalah sama, pelaku pasar umumnya memilih adanya kendali (*control*) atas asset daripada tidak adanya kendali. Bagaimanapun, keinginan investor untuk membayar Premi Kendali atau DLOC pada umumnya merupakan faktor dimana kemampuan untuk melaksanakan pengendalian akan meningkatkan keuntungan ekonomi yang tersedia untuk pemilik dari asset tersebut. Premi Kontrol dan DLOC dapat dikuantifikasi menggunakan metode yang sesuai, namun umumnya dihitung dengan didasarkan kepada baik analisis dari peningkatan atas arus kas spesifik atau penurunan dalam tingkat resiko yang terkait dengan adanya kendali atau dengan membandingkan harga hasil observasi yang dibayarkan atas transaksi kepemilikan saham pengendali di pasar dengan harga

saham sebelum transaksi tersebut diumumkan. Transaksi yang digunakan dalam metode guideline sering merefleksikan transaksi dari hak kepentingan yang memiliki kendali. Apabila metode ini digunakan untuk menilai asset yang merefleksikan hak minoritas, DLOC sesuai untuk diterapkan. Namun dalam valuasi saham ini DLOC tidak digunakan karena saham yang dialihkan merupakan saham kendali yaitu kepemilikan diatas 50% lebih.

Diskon Likuiditas Pasar (*Discount for Lack of Marketability*) adalah suatu jumlah persentase tertentu yang merupakan pengurang dari nilai suatu ekuitas sebagai cerminan dari kurangnya likuiditas dari objek penilaian. *Discount for Lack of Marketability* (DLOM) seharusnya diterapkan apabila pembanding dianggap memiliki marketabilitas yang superior dibandingkan asset yang dinilai. DLOM merefleksikan konsep bahwa ketika membandingkan asset yang identik, asset yang siap dipasarkan akan memiliki nilai lebih tinggi daripada asset dengan periode pemasaran yang panjang atau terdapat restriksi untuk menjual asset. Seperti efek yang bebas diperdagangkan di pasar modal dapat diperjualbelikan nyaris secara instan sedangkan saham perusahaan tertutup akan membutuhkan periode waktu yang signifikan untuk mengidentifikasi pembeli yang potensial dan menyesuaikan transaksi. Banyak Dasar Nilai yang memperbolehkan pertimbangan atas batasan marketabilitas yang spesifik pada pemilik tertentu. DLOM dapat dikuantifikasi dengan menggunakan metode yang sesuai, antara lain dapat dihitung menggunakan *option pricing model*, studi yang membandingkan nilai dari satu perdagangan terbuka yang dapat diperdagangkan dan yang tidak dapat diperdagangkan (*restricted stock*), atau studi yang

membandingkan nilai dari saham perusahaan sebelum dan sesudah penawaran terbuka kepada public (IPO). Atas dasar pertimbangan dan penjelasan tersebut diatas serta objek penilaian adalah perusahaan tertutup, maka DLOM diterapkan sebesar 40% sehingga indikasi nilai per lembar saham menjadi Rp. 11,041. Dengan demikian maka nilai pasar 14,999,000 lembar saham adalah sebesar Rp. 165,599,179,558.

## PENUTUP

Berdasarkan hasil analisis data dan informasi objek penilaian dan setelah mempertimbangkan berbagai faktor yang mempengaruhi nilai, maka Nilai Pasar atas objek penilaian 14,999,000 lembar saham Seri A per Oktober 2018 dengan Pendekatan Pasar (*Market Based Approach*) menggunakan Metode Pembandingan Perdagangan Tercatat di Bursa (*Guideline Publicly-Traded Comparable Method*) dan teknik/model Pengali Pasar (*Market Multiples*) adalah sebesar Rp. 165,599,179,558.

## DAFTAR PUSTAKA

- Chandra, Ellen. 2021. "Definisi Tindakan Korporasi." <https://www.finansialku.com>.
- Damodaran, Aswath. 2017. *Investment Valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. Vol. 3th.
- David, Fred R, and Forest R David. 2017. *Manajemen Strategik Suatu Pendekatan Keunggulan Bersaing*. 15th ed. edited by D. A. Halim. Jakarta: Salemba Empat; Jakarta.
- Drábek, Michal. 2022. "Relative Valuation of Private Held Companies: Valuation Multiples in the Czech Brewing Industry." *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis* 1-36.
- EVS. 2016. "European Valuation Standards." Tegova.
- French, Nick, and Laura Gabrielli. 2018. "Pricing to Market: Property Valuation Revisited: The Hierarchy of Valuation Approaches, Methods and Models." *Journal of Property Investment and Finance* 36(4):391-96. doi: 10.1108/JPIF-05-2018-0033.
- Gornall, Will. 2021. "A Valuation Model of Venture Capital-Backed Companies with Multiple Financing Rounds \*."
- IVS. 2017. *International Valuation Standards*. London: London: IVS Council.
- Kemenperin. 2019. "Majalah Solusi." Kemenperin.
- Kuncoro, Mudrajad. 2020. *Strategi Meraih Keunggulan Kompetitif Di Era Industri 4.0*. 1st ed. edited by R. I. Utami. Yogyakarta: CV. ANDI OFFSET; Yogyakarta.
- Lisi, Gaetano. 2019. "Property Valuation: The Hedonic Pricing Model - Location and Housing Submarkets." *Journal of Property Investment and Finance* 37(6):589-96. doi: 10.1108/JPIF-07-2019-0093.
- Miciuła, I., M. Kadłubek, and P. Stępień. 2020. "Modern Methods of Business Valuation—Case Study and New Concepts." *Sustainability*.
- Riyanto, A. 2020. "Corporate Action, Apakah Itu?" <https://business-law.binus.ac.id>.
- Soegiono, Agie Nugroho. 2017. "Agenda Open Government Memerangi Korupsi Melalui Inisiatif Open Data." *Integritas* 3(2):1. doi: 10.32697/integritas.v3i2.98.
- SPI, KEPI &. 2018. *Kode Etik Penilai Indonesia & Standar Penilaian Indonesia*. VII. Jakarta.
- Visconti, Roberto Moro. 2021. *Startup Valuation From Strategic Business Planning to Digital Networking*. Milan, Italia.: Palgrave Macmillan.