

## **TEST VALIDITAS MODEL VALUASI HARGA SAHAM (STUDI EMPIRIS HARGA SAHAM DI BEI 2009 – 2017)**

**Heru Agustanto<sup>1</sup>, Harmadi<sup>2</sup>, Sunarjanto<sup>3</sup>**

<sup>1,2,3</sup>Fakultas Ekonomi dan Bisnis UNS Solo

### **ABSTRACT**

*This study aims to find empirical evidence of the validity of stock price estimates in the Indonesia stock exchange in 2009 to 2017. By estimating the selling price of shares to be purchased, investors can estimate how much profit or value of the shares. With current theoretical price estimates, investors can assess whether the stock price offered on the market today is a fair price, too expensive, or relatively cheap. In general, investors hope to buy the desired shares at a fair price, or a relatively cheap price (underprice), or maybe they can buy stocks at a relatively expensive price, with the hope that in the future they can be sold at a price which is more expensive than when buying.*

*The study was conducted using historical data on stock price expectations and real stock prices during the study period (2009 to 2017). Share price expectations use the (1) relative approach, (2) discount approach, and (3) model factor approach (Schwert, Smith, 2009). The results of the study using 3 ways of stock price expectations, and then compared with the real price gives the following results (1) the relative approach gives the difference between expectations and the highest real 20% and the lowest 8%, with a standard deviation of 6%, and the average 16%. (2) the discount approach gives the difference between expectations with the highest real by 18%, the lowest is 10%, the standard deviation is 6%, and the average is 12%. (3) the model factor approach with SIM gives the highest difference between expectations and real results of 18%, the lowest is 12%, the standard deviation is 8%, with an average of 15%. (4) of the three stock price expectations models used, it can be concluded that the best expectation approach is to use a model factor (SIM) approach.*

**Keywords:** *under price, over price, fair price, relative approach, discount approach, model factor approach (Single Index Models).*

### **LATAR BELAKANG**

Salah tujuan investor melakukan investasi dipasar modal adalah untuk memperoleh keuntungan dari investasi tersebut pada waktu yang akan datang sesuai dengan yang diharapkan. Bagi investor yang memilih saham sebagai salah satu sarana investasi, maka keuntungan yang diperoleh dapat berasal dari dua sumber yaitu dividen dan capital gain.

Dividen adalah keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham secara periodik yang akan diterima oleh investor pada waktu-waktu tertentu. Dividen akan diperoleh oleh pemegang saham, selama saham tersebut masih dimiliki oleh investor. Sedangkan capital gain, adalah selisih antara harga jual saham yang dimiliki dengan harga beli (harga perolehan) saham tersebut. Capital akan dapat direalisasikan ketika investor menjual sahamnya di pasar modal atau di bursa saham.

Mendasarkan pada hal tersebut diatas, maka bagi investor faktor penting yang perlu dilakukan dalam mengambil keputusan untuk membeli/memilih saham tertentu yang akan dijadikan pilihan investasinya adalah membuat perkiraan harga yang sesuai. Dengan membuat perhitungan perkiraan harga yang sesuai tersebut, investor dapat memperoleh hasil dari investasi sesuai dengan yang diharapkan dan seminimal mungkin terhindar dari kerugian investasi atas saham yang dipilih.

Dalam membuat perkiraan harga saham, ada beberapa cara atau model valuasi harga saham yang dapat dilakukan oleh calon investor. Model-model valuasi yang dapat digunakan

dalam melakukan valuasi harga saham diantaranya adalah dengan (1) pendekatan relatif (*relative approach*), (2) pendekatan diskonto (*discounted approach*), (3) model faktor (*factor model approach*).

Masalah yang akan dicari jawaban dalam penelitian ini adalah menentukan dan memilih diantara berbagai model untuk melakukan valuasi harga saham yang relatif memiliki tingkat validitas yang tinggi untuk memperkirakan harga saham sesuai dengan spesifikasi pasar modal di Indonesia (BEI)

### **Tujuan penelitian**

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan pengujian tingkat validitas dari beberapa model valuasi harga saham di Bursa Efek Indonesia

### **Manfaat penelitian:**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan beberapa manfaat diantaranya, adalah bagi para pelaku dipasar modal (khususnya investor dan calon investor di BEI) dapat mengetahui dan memilih alat valuasi yang memiliki validitas yang tinggi dalam menentukan harga saham. Bagi peneliti, dapat menambah wawasan hasil penelitian yang berkaitan dengan valuasi harga saham, sesuai dengan karakteristik spesifik yang terjadi di Bursa Efek Indonesia.

## **TINJAUAN PUSTAKA**

### **Valuasi harga saham**

Tujuan dari investasi adalah untuk mendapatkan keuntungan yang berupa nilai tambah dari asset yang diinvestasikan hari ini pada waktu yang akan datang. Bagi seorang investor, keputusan investasi harus ditentukan saat ini, sementara hasil investasi baru akan diperoleh pada waktu yang akan datang. Adanya perbedaan antara waktu mengambil keputusan investasi dan hasil perolehan investasi ini membuat investor menghadapi masalah ketidak pastian. Faktor ketidak pastian hasil investasi yang akan diterima pada waktu yang akan datang inilah yang menjadikan investor menghadapi risiko yang berupa ketidak sesuaian antara yang diharapkan dengan kenyataannya (Coppeland, TE., T. Coller and J. Murrin, 1996). Karena risiko itulah maka salah satu faktor penting yang harus dipertimbangkan oleh investor adalah membuat penilaian (valuasi) harga asset yang akan dibeli saat ini sebagai pilihan investasinya (Coppeland, Weston, 2006)

Untuk melakukan valuasi harga asset, khususnya saham, ada beberapa model atau cara pendekatan yang dapat digunakan. Beberapa model valuasi tersebut diantaranya adalah dengan (1) pendekatan relatif, (2) pendekatan diskonto, dan (3) pendekatan faktor model (Schwert, Smith, 2009).

### **Pendekatan relatif (*relative approach*)**

Pendekatan relative adalah salah satu cara melakukan valuasi harga saham dengan menggunakan multiplier (nilai relatif) dari variabel-variabel yang berhubungan dengan harga saham (Silber, WR., 1991). Penilaian atau valuasi harga saham dengan pendekatan relatif ini antara lain adalah:

- a. PER (*price earning ratio*), valuasi dengan pendekatan ini adalah menggunakan rasio antara harga perlembar saham (HPS) dengan laba perlembar saham (EPS), dengan pendekatan ini investor dapat memperkirakan harga saham untuk waktu yang akan datang dengan menggunakan informasi perkiraan laba per lembar saham yang diterima pada waktu yang akan datang. Dengan memperkirakan besarnya keuntungan per lembar saham yang akan diterima, investor dapat memperkirakan berapa harga saham tersebut

pada waktu yang akan datang. Dengan membandingkan antara perkiraan harga saham tersebut dengan harga empiris pada saat ini maka investor dapat mengetahui berapa *capital gain* yang akan diperoleh dari investasinya (O Byrne, S.,F., 1996).

- b. *MVBV (market price value to book value)*, valuasi dengan pendekatan ini adalah dengan cara membandingkan harga saham di pasar dengan harga bukunya. Harga pasar diperoleh dari harga riil saham tersebut di pasar pada waktu tertentu. Harga buku adalah harga saham sesuai dengan yang tercantum dalam laporan neraca perusahaan pada saat laporan dibuat. Dengan menggunakan laporan neraca proforma pada waktu yang akan datang dari perusahaan, maka investor dapat membuat perkiraan berapa harga saham tersebut pada waktu yang akan datang.
- c. *Price to Dividend Ratio*, adalah valuasi harga saham dengan memperbandingkan rasio antara harga saham pada waktu tertentu dengan dividen yang dibagikan. Dengan menggunakan perkiraan dividen yang akan diterima pada waktu yang akan datang, investor dapat membuat perkiraan berapa harga saham di pasar.

### **Pendekatan diskonto**

Pendekatan diskonto adalah suatu cara untuk memperkirakan harga saham dengan cara melakukan diskonto terhadap aliran kas yang diperoleh dari investasi tersebut dalam satu atau beberapa periode yang akan datang. Dalam hal investasi saham, maka aliran kas yang akan diperoleh adalah dalam bentuk dividen, atau *earning* (Madden, B.L., 1998).

- a. *Dividend discount model*, model diskonto dividen adalah cara untuk membuat perkiraan harga saham secara teoritis dengan cara mendiskonto aliran dividen yang akan diterima pada waktu yang akan datang dengan menggunakan tingkat bunga tertentu sebagai *discount factor* dari dividen. Hasil diskonto dividen tersebut (*present value*) dari saham tersebut dapat dijadikan sebagai perkiraan harga yang wajar untuk saham tersebut saat ini. Dengan memperbandingkan antara harga teoritis dan harga pasar saham tersebut, maka investor dapat menilai apakah harga yang terjadi saat ini merupakan harga yang wajar, terlalu mahal, atau terlalu murah.
- b. *Earning discount model*, *eraning discount model* pada dasarnya sama dengan *dividend discount model*. Hanya yang dipakai sebagai dasar menghitung harga teoritis saham adalah hasil diskonto atau *present value* dari *earning* atau laba per lembar saham (EPS).

### **Model faktor**

Model faktor adalah pendekatan valuasi harga saham dengan menggunakan dasar ekspektasi tingkat return yang diharapkan oleh investor atas investasi yang dilakukan. Pada dasarnya tingkat ekspektasi return yang diinginkan investor pada pilihan investasi di saham adalah berupa tingkat pendapatan bebas risiko (*freerate interest*), dan premi risiko (*risk premium*). *Freerate interest* adalah tingkat pendapatan yang diperoleh investor dari suatu investasi yang tidak berisiko (deposito, tabungan, dsb.), sedangkan premi risiko adalah besarnya risiko sebagai akibat dari naik, turunnya harga saham di pasar (Madden, B.L., 1998).

- a. *Single faktor model*, *single faktor model* adalah pendekatan ekspektasi harga saham dengan menggunakan indikator besarnya premi risiko investasi di saham adalah disebabkan oleh pergerakan pasar (indeks pasar). Dengan model ini, maka perkiraan return dari investasi adalah merupakan fungsi dari indeks harga saham gabungan di pasar modal.
- b. *Multi faktor model*, adalah model pendekatan ekspektasi return saham dengan menggunakan indikator premi risiko yang terdiri dari beberapa faktor yang diduga akan mempengaruhi perusahaan.

### **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini merupakan penelitian yang berupa pengujian validitas penggunaan teori-teori dalam valuasi harga saham dengan data empiris.

Data yang diperlukan dalam penelitian ini meliputi Data primer, yaitu data yang diperoleh dengan cara langsung dari Bursa Efek Indonesia. Data tersebut meliputi pergerakan harga saham perusahaan yang go publik dan sahamnya diperdagangkan di BEI dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2017, dan data pendukung lainnya yang diperlukan dalam analisis penelitian sesuai dengan tujuan penelitian. Data sekunder, yaitu data yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan, serta data lain yang relevan.

Dalam penelitian ini, analisis data dilakukan dengan dua cara yaitu analisis deskriptif dan analisis kuantitatif. Analisis deskriptif untuk memberikan gambaran tentang spesifikasi data sampel yang dijadikan sebagai obyek penelitian, berbasis pada data statistik deskriptif. Analisis kuantitatif, digunakan untuk mengetahui dan membandingkan antara valuasi harga saham dengan menggunakan pendekatan teoritis dengan data empiris di pasar saham.

Analisis ini meliputi:

a. **Ekspektasi harga dengan menggunakan pendekatan relative**

- 1) Price Earning Ratio (PER)
- 2) Market to Book Price Value (MVBV)
- 3) Market Price Dividend Ratio (MDR)

b. **Ekspektasi harga dengan menggunakan pendekatan diskonto**

1. Dividend discounted model (DDM)
2. Earning discounted model (EDM)

c. **Ekspektasi harga dengan menggunakan pendekatan faktor**

*Single index model*

d. **Analisis Validitas**

Analisis validitas dengan membandingkan antara valuasi teoritis harga saham dengan beberapa pendekatan diatas, dengan data empiris.

- 1). Tingkat ketepatan, dengan mengukur rata-rata perbedaan harga teoritis dengan harga empiris.
- 2). Tingkat penyimpangan, dengan menggunakan deviasi standard untuk mengukur tingkat resiko ekspektasi harga saham dengan harga empiris

Data penelitian diperoleh dengan cara melakukan seleksi terhadap saham-saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode tahun 2009 sampai dengan 2017 dengan beberapa kriteria antara lain (1) terdaftar di BEI sejak tahun 2000, (2) selama tahun 2009 sampai dengan 2017 secara periodikal membagikan dividen, (3) bukan perusahaan yang bergerak di sektor keuangan, properti, dan pertambangan, (4) memiliki laporan yang lengkap dan telah diaudit oleh akuntan publik. Syarat-syarat data tersebut digunakan untuk mendapatkan data yang sesuai dengan penelitian yang dilakukan.

Berdasarkan kriteria diatas, periode tahun 2009 sampai dengan 2017 terdapat sebanyak 86 data perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel penelitian. Dari data yang tersedia sebanyak 86 perusahaan dilakukan pengambilan sampel sebanyak 60 perusahaan secara random, 29 perusahaan dari sektor manufaktur, 12 perusahaan dari sektor perdagangan, 8 perusahaan dari sektor consumer's good, 6 perusahaan dari sektor pertanian, dan 5 perusahaan dari industri dasar.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1. Data return dan dividen pertahun periode 2009-2017, dari 60 perusahaan yang dijadikan sampel penelitian dapat diberikan gambaran sebagai berikut

| Sektor industri | Return (%) |     |     | Dividen (Rp) |     |     |
|-----------------|------------|-----|-----|--------------|-----|-----|
|                 | min        | max | avg | min          | max | avg |
| manufactur      | 4          | 32  | 18  | 25           | 220 | 75  |
| perdagangan     | 6          | 24  | 12  | 20           | 160 | 60  |
| Cons's good     | 7          | 18  | 9   | 26           | 245 | 96  |
| Pertanian       | 2          | 12  | 6   | 25           | 140 | 65  |
| Industri dasar  | 5          | 17  | 8   | 35           | 300 | 85  |

Sumber data: diolah dari data primer

Dari data diatas dapat dilihat, rata-rata return tertinggi pada sektor manufacture sebesar 18%, terendah pada sektor pertanian sebesar 6%. Untuk besarnya rata-rata dividen yang diterima, tertinggi pada sektor consumer's good sebesar Rp.96,00, sedangkan yang terendah pada sektor perdagangan sebesar Rp.60,00

Tabel 2. Data minimum, maksimum, dan rata-rata Harga saham tahun 2009 - 2017

| Sektor industri | Per lembar saham (Rp) |       |       |
|-----------------|-----------------------|-------|-------|
|                 | min                   | max   | avg   |
| Manufacture     | 160                   | 1.225 | 340   |
| perdagangan     | 200                   | 1.100 | 660   |
| Cons's good     | 325                   | 2.400 | 1.200 |
| Pertanian       | 250                   | 1.200 | 450   |
| Industri dasar  | 450                   | 4.000 | 2.080 |

Sumber data : diolah dari data primer

Dari data diatas dapat dilihat bahwa untuk harga saham rata-rata selama 2009 sampai dengan 2017, tertinggi pada sektor industri dasar sebesar Rp.2.080,00 per lembar, dan terendah harga saham sektor manufacture sebesar Rp. 340,00 perlembar.

Tabel 3. Earning per share dan dividen pershare tahun 2009 - 2017

| Tahun | Earning per share (Rp) |     |     | Dividen per share (Rp) |     |     |
|-------|------------------------|-----|-----|------------------------|-----|-----|
|       | Min                    | Max | Avg | Min                    | Max | Avg |
| 2009  | 20                     | 240 | 80  | 42                     | 64  | 38  |
| 2010  | 60                     | 310 | 102 | 46                     | 178 | 86  |
| 2011  | 55                     | 300 | 100 | 22                     | 116 | 56  |
| 2012  | 70                     | 445 | 128 | 20                     | 224 | 64  |
| 2013  | 40                     | 320 | 136 | 36                     | 322 | 84  |
| 2014  | 26                     | 228 | 104 | 62                     | 228 | 80  |
| 2015  | 48                     | 322 | 76  | 42                     | 264 | 66  |
| 2016  | 46                     | 248 | 84  | 26                     | 324 | 76  |
| 2017  | 34                     | 226 | 92  | 16                     | 312 | 73  |

Sumber data : diolah dari data primer

Dari data earning dan dividen per lembar, selama periode tahun 2009 sampai tahun 2017 untuk rata-rata earning per share tertinggi Rp.136,00 pada tahun 2013 dan terendah sebesar Rp.76,00 pada tahun 2015, dengan rata-rata earning tahun 2009-2017 sebesar Rp.100,22. Sedangkan dividen pershare tertinggi sebesar Rp.86,00 pada tahun 2010, dan terendah sebesar Rp.38,00 pada tahun 2009, dengan rata-rata dividen tahun 2009 - 2017 sebesar Rp.69,22.

Tabel 4. Tingkat bunga deposito jangka waktu satu tahun, dari tahun 2009 – 2017 (%)

| Tahun | Bank swasta |     |     | Bank pemerintah |     |     |
|-------|-------------|-----|-----|-----------------|-----|-----|
|       | Min         | Max | Avg | Min             | Max | Avg |
| 2009  | 8           | 16  | 10  | 4               | 10  | 6   |
| 2010  | 8           | 12  | 8   | 6               | 12  | 7   |
| 2011  | 7           | 16  | 9   | 4               | 11  | 7   |
| 2012  | 4           | 13  | 7   | 5               | 10  | 6   |
| 2013  | 6           | 14  | 9   | 4               | 12  | 8   |
| 2014  | 6           | 16  | 8   | 2               | 10  | 6   |
| 2015  | 8           | 15  | 11  | 4               | 10  | 7   |
| 2016  | 6           | 14  | 10  | 4               | 10  | 8   |
| 2017  | 4           | 16  | 8   | 5               | 12  | 6   |

Sumber data : diolah dari data primer

Dari data diatas dapat diketahui bahwa rata-rata bunga deposito tahunan untuk bank swasta periode tahun 2009 – 2017 tertinggi 11% pada tahun 2015 dan terendah sebesar 7% pada tahun 2012. Untuk bank pemerintah, tertinggi sebesar 8% pada tahun 2013 dan tahun 2016, terendah sebesar 6% pada tahun 2009, 2012, 2014, dan 2017.

Rata-rata bunga deposito bank swasta tahun 2009 – 2017 sebesar 8,88%, untuk bank pemerintah sebesar 6,77%. Terdapat perbedaan rata-rata bunga deposito bank swasta dan bank pemerintah dari tahun 2009 – 2017 sebesar 2%, dimana bank swasta rata-rata menawarkan bunga deposito kepada nasabahnya lebih tinggi 2% dibanding bank pemerintah.

### Valuasi harga saham

#### Pendekatan relative (*Price Earning Ratio*)

Perkiraan harga saham dengan pendekatan relatif menggunakan PER sebagai dasar untuk valuasi harga saham sebagai ekspektasi. Digunakan PER karena cara ini relative mudah dan sederhana untuk membuat perkiraan harga saham, sehingga setiap investor dapat menghitung dengan cepat berapa perkiraan harga saham untuk satu tahun kedepan dengan data earning yang didapat pada tahun berjalan. Harga riil saham di pasar menggunakan harga penutupan pada akhir tahun perdagangan.

Dengan memperbandingkan harga ekspektasi berdasarkan PER dan harga pasar saham pada penutupan perdagangan. Selisih antara harga ekspektasi dan harga riil di pasar menunjukkan penyimpangan harga yang dapat digunakan untuk mengukur akurasi PER sebagai alat untuk valuasi harga saham. Sedangkan deviasi dari selisih antara harga ekspektasi dengan harga riil dapat dijadikan sebagai pengukur besarnya penyimpangan antara ekspektasi dengan harga riil.

Dari hasil pengolahan data 60 sampel diperoleh hasil pendekatan relatif memberikan perbedaan antara ekspektasi dan riil tertinggi 20% dan terendah 8%, dengan deviasi standard 6%, dan rata-rata 16%.

#### Pendekatan diskonto (*Dividend Discount Model*)

Pendekatan diskonto menggunakan Dvidend Discount Model, dengan menggunakan discount faktor tingkat bunga deposito rata-rata bank swasta dan bank pemerintah. Harga ekspektasi dihitung dengan harga awal tahun saham ditambah dividen yang diterima pada tahun berjalan. Kemudian dihitung selisih antara harga ekspektasi dengan harga penutupan pada akhir tahun berjalan. Perhitungan dengan pendekatan diskonto memberikan hasil perbedaan antara ekspektasi dengan harga riil tertinggi sebesar 18%, terendah 10%, deviasi standard 6%, dan rata-rata 12%.

### **Pendekatan faktor (*Single Index Model*)**

Pendekatan valuasi harga saham dengan faktor menggunakan Single Indeks Model, yaitu dengan model  $E(R_i) = R_f + b (R_m)$ , dimana  $E(R_i)$  adalah perkiraan retur saham  $i$ ,  $R_f$  adalah tingkat bunga bebas risiko, dalam penelitian ini tingkat bunga bebas risiki menggunakan acuan rata-rata dari rata-rata bunga deposito bank swasta dan bank pemerintah.  $R_m$  adalah return pasar, diperoleh dari selisih antara harga pembukaan pada awal periode berjalan dengan harga penutupan pasar pada akhir periode berjalan, digunakan pendekatan selisih untuk menghindari return negatif. Pendekatan faktor model dengan SIM memberikan hasil perbedaan antara ekspektasi dan riil tertinggi sebesar 18%, terendah sebesar 12%, deviasi standard 8%, dengan rata-rata 15%.

Tabel 5. Ringkasan hasil valuasi harga saham dengan tiga model pendekatan

| Perbedaan Nilai Riil Dengan Nilai Ekspektasi | Model Pendekatan Relative (PER) | Model Pendekatan Diskonto | Model Pendekatan Faktor (SIM) |
|--|---------------------------------|---------------------------|-------------------------------|
| Tertinggi (%)                                | 20                              | 18                        | 18                            |
| Terendah (%)                                 | 8                               | 10                        | 12                            |
| Rata-rata (%)                                | 16                              | 12                        | 15                            |
| Deviasi (%)                                  | 6                               | 6                         | 8                             |
| Coef. variasi                                | 2,67                            | 2,00                      | 1,88                          |

Dari tabel ringkasan hasil tersebut dapat dilihat spread (perbedaan nilai riil dan nilai ekspektasi) tertinggi sebesar 12% (20-12%) pada model valuasi dengan pendekatan relative (PER), spread terendah sebesar 6% (18-12%) dengan model pendekatan faktor (SIM).

Dilihat dari rata-rata perbedaan, tertinggi pada model relative sebesar 16%, dan terendah pada model diskonto. Dengan melihat adanya perbedaan antara nilai ekspektasi dengan nilai riil dari ketiga model pendekatan valuasi yang digunakan, menunjukkan bahwa ketiga model valuasi tersebut masih memiliki kelemahan dari tingkat akurasi. Meskipun sama-sama memiliki kelemahan dalam tingkat akurasi, apabila harus memilih mana diantara ketiga model tersebut yang paling baik, dapat dilihat dari besarnya angka koefisien variasi (CV). Apabila dilihat dari nilai CV ketiga pendekatan model valuasi, maka model pendekatan faktor (SIM) merupakan model terbaik apabila dibandingkan dengan dua model yang lainnya.

### **KESIMPULAN**

Dari hasil analisis seperti yang telah diuraikan tersebut diatas, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut (1) ekspektasi harga saham dapat dilakukan dengan menggunakan beberapa model pendekatan antara lain PER, DDM dan SIM, (2). Masing-masing model yang digunakan masih memiliki kelemahan dalam hal tingkat akurasi, yang ditunjukkan masih adanya rata-rata perbedaan antara nilai riil dengan ekspektasinya, diatas 10%, yaitu antara 12 sampai 16%, (3) diantara ketiga model yang digunakan untuk valuasi harga saham di BEI, maka model SIM merupakan model terbaik yang dapat digunakan untuk melakukan valuasi harga saham.

Saran bagi para pelaku pasar, apabila akan menggunakan model-model valuasi untuk membuat perkiraan harga saham yang akan datang dengan ketiga pendekatan (PER, DDM, dan SIM) harus mempertimbangkan kemungkinan penyimpangan yang terjadi antara hasil ekspektasi dengan nilai riil nya. Bagi dunia akademis, hasil penelitian ini masih dapat dikembangkan dengan model-model lain yang kemungkinan akan dapat memberikan hasil yang lebih akurat, atau model-model lain yang bisa digunakan untuk mengukur tingkat penyimpangannya.

## DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Z., Kane, Allan Marcus, 2008, Investment, 7th ed., Mc. Graw-Hill, New York
- Coppeland, TE., T. Collier and J. Murrin, 1996, Valuations: meaning and managing the Value of Company, John Wiley & Sons, New York
- Coppeland, Weston, 2006, Financial theory and Corporate Policy, Addison, Wesley, New York
- Damodaran, Aswath, 2001, Corporate Finance, Theory and Practice, John Wiley and Sons, Inc. New York.
- Madden, B.L., 1998, CFROI Cashflow return on investment valuation: A total system approach to valuing a firm, Butterworth-Heinemann, New York.
- Mohammad Samsul., 2006, Pasar Modal dan Manajemen Portofolio, Erlanga, Jakarta.
- O Byrne, S., F., 1996, EVA and Market Value, Journal of Applied Corporate Finance, 9 (1), 116-125
- Shapiro, C. Allan, Barbier, D. Sheldon, 2000, Modern Corporate Finance, Multidisciplinary Approach to Value Creation, PHI, New Jersey.
- Schwert, Smith, 2009, Empirical Research and Capital Market, McGraw-Hill, New York.
- Silber, WR., 1991, Discount on restricted stocks: the impact of illikuidity on stock price, Financial Analisis Journal, 24, 60-64