

ANALISIS FAKTOR FUNDAMENTAL DAN RISIKO SISTEMATIK TERHADAP HARGA SAHAM PROPERTI DI BEJ

Njo Anastasia

Staf Pengajar Fakultas Ekonomi – Universitas Kristen Petra

Yanny Widiastuty Gunawan

Imelda Wijiyanti

Alumni, Fakultas Ekonomi – Universitas Kristen Petra

ABSTRAK

Properti merupakan salah satu sektor yang terpuruk sejak krisis ekonomi. Hal ini mengakibatkan harga saham properti di bursa efek juga terpuruk. Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui faktor-faktor fundamental dan risiko sistematis yang mempengaruhi harga saham di sektor properti.

Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling method*. Dari tiga puluh tiga perusahaan, hanya diambil tiga belas perusahaan, karena memiliki laporan keuangan secara lengkap tahun 1996-2001.

Hasil penelitian menunjukkan hanya faktor fundamental *Book Value (BV)* yang mempengaruhi harga saham secara parsial, sedangkan faktor fundamental yang lainnya tidak berpengaruh.

Kata kunci: faktor fundamental, risiko sistematis, harga saham sektor properti.

ABSTRACT

Property was one of sectors that suffer very much during economic crisis. This caused the securities property price decrease on stock exchange. The objective of this research is to understand fundamental factors and systematic risk that influence securities price on property sector.

The sample method uses purposive sampling method. From thirty three companies, only thirteen companies are selected, because the financial statement from each company are complete since 1996-2001.

This research shows that only book value brings influence on the security price partially, but not the other variable.

Keywords: *fundamental factors, systematic risk, stock price of property sector.*

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang dan Rumusan Masalah

Banyak masyarakat menginvestasikan modalnya di industri properti dikarenakan harga tanah yang cenderung naik. Penyebabnya adalah *supply* tanah bersifat tetap sedangkan *demand* akan selalu besar seiring pertumbuhan penduduk. Kenaikan yang terjadi pada harga tanah diperkirakan 40%. Selain itu, harga tanah bersifat *rigid*, artinya penentu harga bukanlah pasar tetapi orang yang menguasai tanah (Rachbini 1997).

Investasi di bidang properti pada umumnya bersifat jangka panjang dan akan bertumbuh sejalan dengan pertumbuhan ekonomi. Namun sejak krisis ekonomi tahun 1998, banyak perusahaan pengembang mengalami kesulitan karena memiliki hutang dolar Amerika dalam jumlah besar. Suku bunga kredit melonjak hingga 50% sehingga pengembang kesulitan membayar cicilan kredit (Kompas 2003). Menurunnya kinerja perusahaan akan direspon investor di pasar modal sehingga mempengaruhi harga pasar saham.

Namun pada tahun 2004, diperkirakan bisnis properti akan mengalami masa kejayaan seperti tahun 1996, dikarenakan siklus perkembangan properti setiap tujuh tahun sekali mengalami perubahan. Tahun 2007 diperkirakan properti mencapai puncaknya dan menuju titik balik sehingga developer sudah mengantisipasi kemungkinan risiko yang muncul di periode akan datang (Ciputra 2001)

Sebenarnya iklim investasi di bidang properti mulai bangkit sejak tahun 2000 dan saat ini beberapa bank telah menurunkan suku bunga kredit menjadi 15%. Kegiatan ini membangkitkan pasar properti yang sejalan dengan perbaikan kinerja beberapa emiten properti. Tercatat di tahun 2002, Ciputra Surya mengalami kenaikan penjualan perumahan di Surabaya 39% dan merestrukturisasi hutang, sehingga akhir Maret 2003 hanya tercatat hutang sebesar Rp. 219 Milyar. Rasio harga saham 0.2 dari nilai buku. Duta Pertiwi juga mengalami pertumbuhan penjualan sebesar 61% tahun 1999-2002 dan telah merestrukturisasi hutang sehingga rasio hutang bersih terhadap ekuitas perusahaan adalah 36%. Harga saham naik tiga kali dalam dua tahun terakhir (Kompas 2003).

Berdasarkan latar belakang di atas, maka permasalahan yang timbul adalah, "Apakah faktor-faktor fundamental (ROA, ROE, Book Value, DER, r) dan risiko sistematis (beta) mempengaruhi harga saham perusahaan properti baik secara bersama-sama maupun secara parsial?"

1.2 Landasan Teori

Untuk melakukan investasi dalam bentuk saham diperlukan analisis untuk mengukur nilai saham, yaitu analisis fundamental dan analisis teknikal. Tujuan analisis fundamental adalah menentukan apakah nilai saham berada pada posisi *undervalue* atau *overvalue*. Saham dikatakan *undervalue* bilamana harga saham di pasar saham lebih kecil dari harga wajar atau nilai yang seharusnya, demikian juga sebaliknya.

Menurut Francis (1988),

“In preparing their estimate of security’s value, fundamental analysts study the basic financial and economic facts about the company that issues the security. They study the level and trend of the firm’s sales and earnings, the quality of the firm’s products, the firm’s competitive position in the markets where its products are sold, the firm’s labor relations, the firm’s sources of raw materials. The government rules that apply to the firm, and many other factors that may affect the value of the firm’s common stock”

Dapat dikatakan bahwa untuk memperkirakan harga saham dapat menggunakan analisa fundamental yang menganalisa kondisi keuangan dan ekonomi perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Analisnya dapat meliputi trend penjualan dan keuntungan perusahaan, kualitas produk, posisi persaingan perusahaan di pasar, hubungan kerja pihak perusahaan dengan karyawan, sumber bahan mentah, peraturan-peraturan perusahaan dan beberapa faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai saham perusahaan tersebut.

Analisis fundamental berkaitan dengan penilaian kinerja perusahaan, tentang efektifitas dan efisiensi perusahaan mencapai sasarannya (Stoner et al. 1995). Untuk menganalisis kinerja perusahaan dapat digunakan rasio keuangan yang terbagi dalam empat kelompok, yaitu rasio likuiditas, aktivitas, hutang, dan profitabilitas (Gitman 2003). Dengan analisis tersebut, para analisis mencoba memperkirakan harga saham dimasa yang akan datang dengan mengestimasi nilai dari faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham dimasa yang akan datang dan menerapkan hubungan faktor-faktor tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham.

Umumnya faktor-faktor fundamental yang diteliti adalah nilai intrinsik, nilai pasar, *Return On Total Assets (ROA)*, *Return On Investment (ROI)*, *Return On Equity (ROE)*, *Book Value (BV)*, *Debt Equity Ratio (DER)*, *Deviden Earning*, *Price Earning Ratio (PER)*, *Deviden Payout Ratio (DPR)*, *Deviden Yield*, dan likuiditas saham.

Analisis teknikal menggunakan data pasar yang dipublikasikan yaitu harga saham, volume perdagangan, indeks harga saham individual maupun gabungan untuk berusaha mengakses permintaan dan penawaran saham tertentu maupun pasar secara keseluruhan. Menurut Malkiel (1996), pendekatan ini pada intinya membuat serta menginterpretasikan grafik saham ditinjau dari pergerakan harga saham dan volume transaksinya untuk mendapatkan petunjuk tentang arah perubahan di masa yang akan datang.

Menurut Jones (1996),

“Systematic risk as is shown in part two on portfolio management an investor can construct a diversified portfolio and eliminate part of the total risk. The diversifiable or non market part. What is left is the diversifiable portion or the market risk variability in a securities total return that is directly associated with overall movements in the general market or economy”.

Jadi risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio yang relatif terhadap risiko pasar dapat diukur dengan beta. Beta suatu sekuritas adalah kuantitatif yang mengukur sensitivitas keuntungan dari suatu sekuritas dalam merespon pergerakan

keuntungan pasar. Semakin tinggi tingkat beta, semakin tinggi risiko sistematis yang tidak dapat dihilangkan karena diversifikasi.

Untuk menghitung beta digunakan teknik regresi, yaitu mengestimasi beta suatu sekuritas dengan menggunakan *return-return* sekuritas sebagai variabel terikat dan *return-return* pasar sebagai variabel bebas.

Dalam penilaian saham, terdapat beberapa model teoritis yang dapat digunakan terkait dengan analisis fundamental dan analisis teknikal. Namun secara sederhana variabilitas harga saham tergantung pada *earning* dan *dividen* suatu perusahaan seperti yang dinyatakan Fuller and Farrell (1987), "*key determinant of security price is expectations concerning the firm's earning and dividends and their associated risk*".

Model yang dikembangkan adalah pendekatan Gordon yaitu *Dividend Discount Model* (DDM) yang *constant growth*. Faktor-faktor tersebut sebagai variabel bebas yang didasarkan pada pemikiran bahwa faktor tersebut menggambarkan risiko dan *return* yang akan diterima para pemodal atas investasinya pada saham. Turunan pendekatan DDM dalam menentukan harga saham adalah:

$$P_0 = \frac{\text{Deviden}_1}{(r - g)} \quad (1)$$

Dimana:

$D_1 = \text{EPS} \times b$

$\text{EPS} = \text{EAT/Total Saham}$

$b = \text{Payout ratio} = D/\text{EPS}$

$P_0 = \text{Harga Saham}$

$r = \text{Required Rate of Return}$

Model (1) disubstitusikan, sehingga menjadi sebagai berikut :

$$P_0 = \frac{\text{EPS} \times (b)}{(r - g)} \quad (2)$$

Dimana:

$\text{EPS} = \text{EAT/Total Saham} = \text{ROE} \times (\text{Book Value})$

$\text{BVS} = \text{Equity/Total Saham}$

Model (2) disubstitusikan, sehingga menjadi sebagai berikut :

$$P_0 = \frac{\text{ROE} \times (\text{BV}) \times (b)}{(r - g)} \quad (3)$$

Dimana:

$\text{ROE} = \text{EAT/Equity} = \text{ROA} \times (1 + \text{Debt Equity Ratio})$

Model (3) disubstitusikan, sehingga menjadi sebagai berikut :

$$P_0 = \frac{\text{ROA} \times (1 + \text{Debt/Equity}) \times (\text{BV}) \times (b)}{(r - g)} \quad (4)$$

Model (4) menurut Fuller and farrell (1987), *growth rate* dapat diturunkan sebagai berikut:

$$g = \frac{D_1 - D_0}{D_0} \tag{5}$$

Dimana:

$$D_1 = \text{EPS}_1 \times (\text{Payout Ratio})$$

$$D_0 = \text{EPS}_0 \times (\text{Payout Ratio})$$

Jika *Payout Ratio* (b) adalah konstan maka:

$$g = \frac{\text{EPS}_1 - \text{EPS}_0}{\text{EPS}_0} \tag{6}$$

Dimana:

$$\text{EPS}_1 = \text{ROE} \times \text{Book Value}_t$$

$$\text{EPS}_0 = \text{ROE} \times \text{Book Value}_{t-1}$$

Jika ROE adalah konstan, maka :

$$g = \frac{BV_t - BV_{t-1}}{BV_t} \tag{7}$$

Jika tidak ada penambahan dana (emisi), maka perubahan nilai buku ($BV_t - BV_{t-1}$) sama dengan $\text{EPS}_0 - D_0 = \text{EPS}_0 \times (1-b)$ maka :

$$g = \frac{\text{EPS}_0 \times (1-b)}{BV_{t-1}} = \frac{\text{EPS}_0}{BV_{t-1}} (1-b) \tag{8}$$

Jadi $g = \text{ROE} \times (1-b)$

Sehingga model 2, 3, 4 jika disubstitusikan menjadi :

$$P_0 = \frac{\text{ROA} \times (1 + \text{Debt/Equity}) \times (BV) \times (b)}{r - \text{ROE} (1-b)} \tag{9}$$

Sedangkan untuk pencarian beta dan r diperlukan langkah-langkah sebagai berikut:

$$R_m = \frac{\text{IHSG}_t - \text{IHSG}_{t-1}}{\text{IHSG}_{t-1}} \tag{10}$$

$$R_i = \frac{P_{i_t} - P_{i_{t-1}} + D_{i_t}}{P_{i_{t-1}}} \tag{11}$$

Dimana:

$$R_m = \text{Return market}$$

$$\text{IHSG} = \text{Indeks Harga Saham Gabungan}$$

$$P_{i_t} = \text{Harga Saham } i \text{ bulan } t$$

$$P_{i_{t-1}} = \text{Harga Saham } i \text{ bulan } t-1$$

$$D_i = \text{Deviden saham } i$$

$$R_i = \text{Return saham } i$$

$$\text{Beta} = \frac{(n \sum R_m * R_i - \sum R_m \sum R_i)}{(n \sum R_m^2 - (\sum R_m)^2)} \tag{12}$$

$$\text{Model CAPM} \rightarrow r = R_f + (\text{beta} \times (R_m - R_f)) \quad (13)$$

Dimana:

r = *Required Rate of Return*

R_f = *Risk Free*

R_m = *Return Market*

Beta = Risiko Sistematis

Maka dari model-model tersebut di atas dapat ditulis suatu fungsi :

$$\text{Harga saham } (P_0) = f(\text{ROA, ROE, BV, b, DER, r, beta})$$

dimana ROA (Return on Total Asset), ROE (Return On Equity), BV (Book Value), b (Payout Ratio), DER (Debt Equity Ratio) merupakan variabel dari analisis fundamental. Sedangkan r (Required Rate of Return) dapat dicari menggunakan model CAPM, dan untuk menggambarkan risiko sistematis, yang dimasukkan dalam model analisis adalah variabel beta.

Variabel ROA mewakili efektifitas "*earning power*" perusahaan yang mencerminkan kinerja manajemen dalam menghasilkan laba bersamaan dengan aset yang ada. Variabel ROE digunakan untuk mengukur pengembalian modal pemilik perusahaan. Variabel BV mengukur nilai buku per lembar saham. Variabel *Payout Ratio* menunjukkan prosentase dari pendapatan yang akan dibayarkan pada pemegang saham sebagai *cash dividen*. Variabel DER mewakili proporsi hutang terhadap modal perusahaan.

Pemilihan faktor-faktor di atas sebagai variabel bebas didasarkan pemikiran bahwa faktor tersebut menggambarkan risiko dan *return* yang akan diterima para pemodal atas investasinya pada saham.

1.3 Hipotesis

HA1: Faktor fundamental (ROA,ROE,BV,b,DER,r) dan risiko sistematis (beta) berpengaruh secara bersama-sama terhadap harga saham perusahaan properti.

HA2: Faktor fundamental (ROA,ROE,BV,b,DER,r) dan risiko sistematis (beta) berpengaruh secara parsial terhadap harga saham perusahaan properti.

2. METODE PENELITIAN

Pengambilan sampel dilakukan dengan pendekatan *non probability random sampling* dengan metode *purposive sampling*. Sampel yang diambil adalah seluruh perusahaan properti (33 perusahaan) yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang memiliki laporan keuangan lengkap selama enam tahun terakhir dari tahun 1996 sampai 2001.

Berdasarkan kriteria di atas maka, ada 13 sampel yang dapat mewakili populasi dan memenuhi syarat yaitu: Bhuwanatala Indah Permai, Ciputra Development, Duta Anggada Realty, Dharmala Intiland, Duta Pertiwi, Jakarta Internasional Hotel Development, Kawasan Industri Jababeka, Lippo Karawaci, Lippo Land Development, Putra Surya Perkasa, Pakuwon Jati, Suryamas Duta Makmur, Summarecon Agung.

Sebelum melakukan estimasi yang tidak bias dengan analisis regresi perlu dilakukan uji BLUE, yaitu pengujian antar variabel bebas supaya tidak terjadi multikolinieritas, heteroskedastisitas, normalitas, dan autokorelasi. Bentuk model yang digunakan adalah:

$$Y = \alpha + \hat{a}_1 X_1 + \hat{a}_2 X_2 + \hat{a}_3 X_3 + \hat{a}_4 X_4 + \hat{a}_5 X_5 + \hat{a}_6 X_6 + \hat{a}_7 X_7 + e$$

Dimana:

Y	=	Harga Saham	X ₅	=	DER
α	=	Konstanta	X ₆	=	required rate of return
X ₁	=	ROA	X ₇	=	beta (risiko sistematis)
X ₂	=	ROE	e	=	Kesalahan pengganggu
X ₃	=	BV	\hat{a}_{1-7}	=	Koefisien Regresi
X ₄	=	Payout Ratio			

3. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan laporan keuangan perusahaan-perusahaan properti dari tahun 1996-2001, terlihat bahwa rata-rata perusahaan sejak tahun 1996-1998 mengalami penurunan kinerja perusahaan akibat krisis ekonomi. Namun di tahun 1999-2001 kinerja perusahaan mengalami sedikit perbaikan, sehingga dalam penelitian ini digunakan periode-periode di atas.

Untuk menentukan besarnya beta dan r diperlukan data *closing price* harian, IHSG mingguan, dan SBI (Sertifikat Bank Indonesia) selama enam tahun (1996-2001). Pengujian hipotesis tentang kekuatan variabel bebas terhadap harga saham menggunakan program SPSS 10.00, dimana sebelum dilakukan analisis regresi dilakukan uji BLUE.

Namun setelah dilakukan pengecekan data dari laporan keuangan ternyata *b* (*Payout Ratio*) tidak dimasukkan dalam analisis dikarenakan nilainya nol selama periode penelitian. Hasil penelitian ditunjukkan pada tabel 1.

Berdasarkan tabel 1 dan 2, antar variabel bebas tidak saling berkorelasi karena tingkat korelasinya dibawah 95% dan nilai VIF masing-masing variabel dibawah 10 (Ghozali 2001), sehingga dapat dikatakan tidak terjadi multikolinearitas.

Sedangkan pada uji autokorelasi, nilai DW (Durbin-Watson) adalah 1,414 dimana nilai tersebut lebih rendah dari batas bawah atau *lower bound* (dl) yaitu 1,51 berarti ada autokorelasi positif. Hal ini disebabkan data penelitian berurutan sepanjang waktu atau *time series* sehingga terjadi "gangguan" dari satu observasi ke observasi lainnya.

Pada penelitian yang sebelumnya dengan periode 1996-2000 tidak terjadi autokorelasi namun terjadi multikolinearitas, sehingga salah satu variabel dihilangkan untuk memenuhi syarat BLUE. Dengan adanya perpanjangan periode satu tahun diharapkan problem tersebut hilang namun yang terjadi adalah problem autokorelasi bukan multikolinearitas. Oleh karena itu dalam penelitian ini autokorelasi model ini diabaikan dengan data yang diperpanjang satu tahun, supaya penelitian ini dapat memberikan hasil yang terbaru.

Tabel 1
Hasil Estimasi Regresi

	Koefisien Regresi	t-statistik	Sig-t	VIF
Konstanta	557,966			
ROA	0,074	0,266	0,791	1,156
ROE	0,289	0,654	0,515	3,695
BV	0,303	4,993	0,000	1,143
BETA	-36,099	-0,357	0,722	4,207
DER	4,869	0,784	0,436	3,585
r	-4,469	-0,689	0,493	4,352
R square	0,303			
Adj. R square	0,244			
F-statistik	5,135			
Sig-F	0,000			
Durbin-Watson	1,414			

(Sumber: survei, data diolah)

Tabel 2
Hasil Korelasi antar Variabel Bebas

Variabel	Korelasi
ROA – ROE	-0,107
ROA – BV	-0,304
ROA – BETA	-0,137
ROA – DER	-0,060
ROA – r	-0,116
ROE – BV	-0,041
ROE – BETA	-0,262
ROE – DER	0,846
ROE – r	-0,315
BV – BETA	0,058
BV – DER	-0,105
BV – r	-0,001
BETA – DER	-0,223
BETA – r	0,871
DER – r	-0,271

(Sumber: survei, data diolah)

Uji normalitas menunjukkan hasil bahwa model regresi yang diteliti untuk variabel bebas dan variabel independen atau keduanya mempunyai distribusi normal.

Sedangkan uji pada variabel bebas dan variabel independen juga membuktikan tidak terjadi heteroskedastisitas. Jadi model ini diasumsikan memenuhi syarat BLUE.

Pada tabel 1, nilai F-hitung 5,135 ($p < 0,001$) lebih besar dari nilai F-tabel, berarti masing-masing variabel bebas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Namun pola hubungan faktor fundamental dan resiko sistematis terhadap harga saham terlihat lemah dikarenakan nilai *adjusted R square* 0,244. Berarti variabel bebas pada model regresi ini hanya mampu menjelaskan 24,4% pola pergerakan harga saham kelompok properti, sedangkan 75,6% dipengaruhi faktor-

faktor lain diluar model. Hal ini memberikan petunjuk pola pergerakan harga saham bersifat acak, tidak dapat ditentukan, dan atau dipengaruhi sepenuhnya dengan hanya mengendalikan faktor fundamental perusahaan. Hal ini dikarenakan orientasi investor adalah *capital gain oriented* bukan *devidend oriented*.

Jika melihat hasil uji-t, hanya variabel *book value* yang berpengaruh secara signifikan pada level 5%, sedangkan variabel bebas lainnya yaitu ROA, ROE, DER, r, beta tidak berpengaruh secara parsial terhadap harga saham. Padahal pada penelitian-penelitian sebelumnya membuktikan ROA sebagai indikator aset perusahaan berpengaruh dominan terhadap harga saham. Pendapat ini sesuai dengan Modigliani & Miller (MM) yang menyatakan nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan, semakin tinggi *earning power* semakin tinggi profit margin yang diperoleh perusahaan sehingga meningkatkan nilai perusahaan (Natarsyah 2000)

Hasil analisa menyebutkan ada pengaruh *book value* yang memberikan indikasi bahwa investor bersedia membayar harga saham lebih tinggi apabila ada jaminan keamanan (*safety capital*) atau nilai klaim atas aset bersih perusahaan yang semakin tinggi. Variabel *book value* merupakan perbandingan nilai buku modal sendiri dengan jumlah lembar saham beredar. Semakin tinggi nilai buku maka harapan terhadap nilai pasar saham juga tinggi. Nilai buku mewakili aktiva fisik perusahaan, berarti perusahaan properti yang memiliki aset yang banyak dan dikelola dengan baik sehingga dapat memperoleh laba akan cenderung memiliki nilai pasar yang sama bahkan lebih besar dari nilai bukunya.

4. KESIMPULAN DAN SARAN

4.1 Kesimpulan

1. Secara empiris terbukti bahwa faktor fundamental (ROA,ROE,BV,DER,r) dan risiko sistemik (beta) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham perusahaan properti secara bersama-sama.
2. Secara empiris terbukti bahwa hanya variabel *book value* yang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham perusahaan properti secara parsial.

4.2 Saran

1. Investor yang ingin investasi saham di sektor properti, hendaknya mempertimbangkan faktor fundamental dan psikologi pasar saham secara umum.
2. Hasil penelitian ini mengandung problem autokorelasi, maka pada penelitian selanjutnya sebaiknya problem tersebut diharapkan tidak terjadi dengan memperpanjang periode penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

Ciputra (2001), "Properti Masa yang Akan Datang", Jawa Pos, 20 Agustus 2001, p.7.

-
- Fuller, Russel J. and Farrell James L.Jr. (1987), *Modern Investment and Security Analysis*, International Editions Financial Series, Singapore: McGraw Hill.
- Francis, Jack C. (1988), *Management of Investment*, 2nd ed., International Editions Financial Series, Singapore: McGraw Hill.
- Ghozali, Imam (2001), *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gitman, Lawrence J. (2003), *Principles of Managerial Finance*, 10th ed., International Editions Financial Series, Boston: Addison-Wesley.
- Jones, Sussane (1996), *Financial*, The Dryden Press
- Kompas, 2003, "Investasi Saham Properti Sudah Layak Ditengok", 27 Mei, p.27
- Malkiel, Burton G. (1996), *A Random Walks Down Wall Street*, 6th ed., WW Norton Inc.
- Natarsyah, Syahib (2000), "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham (Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go Publik di Pasar Modal Indonesia)", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, volume 15/3
- Rachbini (Agustus 1997), "Mungkinkah harganya turun?", *Properti Indonesia*, p.26
- Stoner, James A.F., R. Edward Freeman, and Daniel R.Gilbert (1995), *Management*, 6th ed., New Jersey: Englewood Cliffs