

# VALUASI ASET TAK BERWUJUD PERUSAHAAN START UP TEKNOLOGI DENGAN MENGGUNAKAN METODE NAVARO LOPEZ UNTUK PENAWARAN SAHAM PERDANA

Pandu Adi Cakranegara,  
Universitas Presiden

## ABSTRACT

*Indonesia has a company whose value has reached more than ten billion US dollars. One of the companies that achieved this valuation was Go Jek. In this rupiah is worth more than one hundred and fifty trillion rupiah. Judging from the fixed assets then Go Jek does not have a car fleet or a motorcycle fleet. While Astra International which is a manufacturer and distributor of car and has subsidiaries engaged in oil valued in total assets has three hundred and fifty trillion rupiah. This huge valuation causes if Go Jek chooses to offer the first major stock in Indonesia at ten percent of its equity then its value is about fifteen trillion rupiah. This is an amount that will be difficult to absorb by the Indonesian market. With such a prospect, Go Jek may never float on Bursa Indonesia. This means that Indonesian investors lose the opportunity to obtain returns from shareholding Go Jack is the work of children abroad. This study examines the valuation method developed by Navado Lopez to be used to assess intangible assets, especially in technology-intensive companies. The Navado Lopez method was chosen because of its relatively simple and straightforward use in generating a value. This study attempts to investigate whether the Navado Lopez method can be applied in the Indonesian context. The hope is that with the method of valuation of intangible assets that can be understood by investors, investors will not hesitate if there is a start-up company (Start Up) that wants to issue prime shares in the Indonesian Stock Exchange.*

**Keywords:** *Valuation, Unrealized Assets, Start Up, Technology, Capital Markets*

## 1. PENDAHULUAN

Teori ekonomi endogenous menyebutkan bahwa faktor teknologi meningkatkan pertumbuhan dengan menciptakan inovasi terus menerus (Aghion *et al*, 1998: 202). Hal ini terlihat dari perusahaan yang memimpin ekonomi dunia saat ini Amerika Serikat memiliki keunggulan di bidang teknologi. Inovasi dapat terjadi jika ada mentalitas entrepreneur yang berani mencoba dan tidak takut gagal. Bruni (2004:1) menunjukkan bahwa mentalitas entrepreneur ini tidak terbatas pada kaum lelaki muda berkulit putih yang belajar komputer tetapi dapat dimiliki siapa saja baik individu dengan berbagai warna kulit, gender atau latar belakang.

Stiglitz (2000:2) mengatakan bahwa pasar modal yang bebas akan mendorong efisiensi dan memberikan pendanaan yang dapat digunakan sektor swasta. Pasar modal yang terbuka akan mendorong pemilik modal untuk bersaing mendapatkan investasi yang mendorong turunnya tingkat imbal balik yang diharapkan oleh pemilik modal. Dengan demikian maka perusahaan dapat memiliki pendanaan yang memiliki kos ekuitas yang rendah dalam jangka pendek namun dalam jangka panjang investor akan mendapatkan imbal balik yang berasal dari pertumbuhan perusahaan.

Para entrepreneur memerlukan berbagai dukungan yang dapat membantu pengusaha pemula ini untuk dapat terus bertumbuh. Salah satu alasan mengapa di Amerika Serikat para entrepreneur

teknologi dapat tumbuh karena mereka mendapat dukungan baik dana maupun bimbingan dalam mengelola perusahaan dan jejaring dari Pemodal Ventura. Pemodal Ventura berani mengambil risiko tinggi karena kelak mereka akan dapat mendapatkan untung pada saat Start Up melakukan penawaran perdana di Bursa (Gompers, 2004:2).

Pasar modal Indonesia merupakan salah satu pasar modal yang memberikan imbal balik tertinggi di Asia Tenggara (BEI,2019:1). Emasari *et al* (2010:1) menunjukkan bahwa dengan melakukan buy and hold terhadap saham yang melakukan penawaran perdana pada periode 1996 hingga 2001 akan menghasilkan cumulative abnormal return di atas rata-rata imbal balik dari Indeks. Hal ini sesuai dengan pendapat yang dikemukakan oleh Stiglitz (2000:2) bahwa dalam jangka panjang investor ekuitas akan mendapatkan imbal balik dari pertumbuhan perusahaan.

Muklis (2016:1) menyebutkan bahwa naiknya kinerja pasar modal Indonesia didorong oleh tumbuhnya kelas menengah Indonesia baik sebagai investor maupun konsumen. Dalam penelitiannya (Muklis, 2016:1) menyebutkan walau pasar modal tumbuh namun kelas menengah Indonesia lebih berperan sebagai konsumen yang meningkatkan pendapatan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek. Tantangan ke depannya adalah meningkatkan literasi masyarakat umum terhadap pasar modal.

Fauziah *et al* (2020:1) meneliti faktor myopic loss aversion atau takut akan kerugian yang menyebabkan investor pemula enggan berinvestasi di pasar pemula. Ketakutan ini muncul dari ketidaktahuan. Karena itu salah satu saran ke depannya yang diberikan oleh Fauziah *et al* (2020) adalah memberikan pengetahuan dasar keuangan terutama bagi investor pemula.

Damodaran (2016:121) dalam bukunya valuasi menyebutkan bahwa valuasi bukanlah ilmu roket yang abstrak melainkan sesuatu yang dapat ditelusur dengan logika umum (common sense). Metode valuasi tidak perlu rumit dan berisi berbagai formula matematika melainkan mampu menangkap kondisi riil perusahaan.

Berdasarkan hal di atas penelitian ini mencoba merangkum dan menganalisis berbagai metode penilaian yang ada. Fokus penelitian ini adalah perusahaan teknologi. Perusahaan teknologi berbasis pada modal intelektual yang melekat pada aset tak berwujud. Karena itu untuk menilai perusahaan teknologi maka perlu menilai aset tak berwujudnya. Dengan demikian maka dengan adanya metode valuasi untuk aset tak berwujud akan membantu investor untuk mengetahui nilai perusahaan teknologi (Andriessen, 2004:1). Selanjutnya nilai ini dapat digunakan sebagai dasar untuk berinvestasi pada perusahaan teknologi.

## 2. TINJAUAN LITERATUR

Keberadaan aset tak berwujud telah ada sejak lama bahkan sejak sebelum era informasi teknologi. Dahulu aset tak berwujud diakui berupa paten, hak cipta, hak reproduksi dan berbagai hak lainnya yang diakui oleh negara. Walau pengakuannya telah ada sejak dahulu namun pengukurannya masih merupakan tantangan. Aset tak berwujud perusahaan diakui sebagai goodwill ketika perusahaan tersebut dibeli oleh perusahaan lain sebesar selisih antara nilai pembelian dengan revaluasi aset (Kieso *et al*, 2019:72).

Wines *et al* (2007:1) menyebutkan berbagai permasalahan yang timbul dari pendekatan ini. Salah satunya adalah nilai goodwill tidak akan muncul jika perusahaan tidak dibeli oleh perusahaan lain. Dengan demikian maka perusahaan tidak dapat memperlihatkan kekuatan aset tidak berwujud yang dimilikinya kepada investor.

Di Indonesia pengaturan penilaian aset tak berwujud yang dapat dicantumkan pada laporan keuangan perusahaan diatur oleh Dewan Standar Akuntansi Keuangan (DSAK, 2009:5). Pendekatan ini adalah pendekatan legal yuridis. Walaupun secara peraturan hal ini telah memuaskan pihak regulator dalam hal ini pemerintah melalui Otoritas Jasa Keuangan namun pendekatan ini akan sulit untuk menangkap berbagai konteks dari nilai aset tak berwujud (Ortiz, 2006:1).

## 3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini bersifat aplikatif yaitu dengan menerapkan metode penelitian yang telah dikembangkan oleh peneliti di luar Indonesia. Penelitian aplikatif bermanfaat untuk menjembatani antara sebuah teori atau sebuah model dengan penerapannya di lapangan atau dunia nyata (Hedrick *et al*, 1993:1). Kecocokan (suitability) metode penilaian dilakukan dengan melihat konteks lingkungan perusahaan Indonesia dan membandingkannya dengan konteks asal metode penilaian.

Selain itu pendekatan yang digunakan adalah pendekatan analisa laporan keuangan di mana peneliti melihat apakah data sebagai input dari model dapat ditemukan pada laporan keuangan perusahaan di Indonesia. Analisa rasio laporan keuangan merupakan rasio yang dapat digunakan untuk menentukan nilai saham biasa perusahaan (O'Connor, 1973:1). Damodaran (2016:50) menyebutkan metode analisa rasio berguna untuk membandingkan suatu perusahaan baik dengan industrinya maupun dengan keseluruhan pasar modal. Dengan demikian nilai yang dihasilkan tidak putus dari nilai yang ada di pasar modal.

#### 4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Metode penilaian yang dikembangkan oleh Navado Lopez pertama kali dipublikasikan pada tahun 2002 di Madrid, Spanyol. Metode ini kemudian dipopulerkan oleh Ortiz (2006:4) karena artikelnya yang berbahasa Inggris. Pada dasarnya metode penilaian yang digunakan oleh Navado dan Lopez adalah mencoba menerangkan perbedaan antara Nilai Pasar Perusahaan dengan Nilai Buku Aset Perusahaan. Pada perusahaan rintisan tentunya belum ada nilai pasar yang tersedia di pasar modal. Nilai pasar dalam hal ini dapat digantikan dengan beberapa alternatif. Bartley *et al* (1986) meneliti mengenai penggunaan nilai pengganti sebagai salah satu metode yang dapat digunakan untuk menilai perusahaan yang akan diambil alih dalam proses merger dan akuisisi.

Model yang dihasilkan oleh Navado dan Lopez (2002:4) dalam penelitiannya adalah seperti di bawah ini:

$$MCM = X1*(CH*iH) + X2*(CP*iP) + X3*(CC*iC) + X4*(CM*iM) + X5*(CI+D*iI+D)$$

Di mana:

MCM (Market Capitalization Method) adalah metode kapitalisasi pasar yang merupakan perbandingan antara Nilai Pasar Perusahaan dengan Nilai Buku Perusahaan

C adalah nilai indeks moneter absolut yang berhubungan dengan investasi pada lima bidang di bawah ini:

CH (Human Capital) yang terdiri dari Gaji dan Investasi Pelatihan Karyawan

CP (Processes Capital) adalah pengeluaran yang dilakukan untuk mencegah penuaan aset perusahaan, untuk merawat aset perusahaan, untuk mengevaluasi aset perusahaan dan meningkatkan fasilitas.

CC (Commercial Capital) adalah pengeluaran untuk mendapatkan konsumen dan meningkatkan loyalitas konsumen.

CM (Communicational Capital) adalah pengeluaran perusahaan yang terkait dengan pemasaran seperti pengeluaran iklan dan membangun jejaring pemasaran.

CI+D (Innovation Capital) adalah pengeluaran perusahaan pada Riset dan Pengembangan, nilai paten yang dimiliki perusahaan, dan nilai piranti lunak dan piranti keras perusahaan.

i adalah nilai efisiensi rata-rata dari indikator di atas.

Perusahaan teknologi di Indonesia saat ini mendapatkan modal dari Pemodal Ventura internasional. Suntikan dana tersebut berupa suntikan dana untuk membeli ekuitas perusahaan dari pendiri perusahaan (Zider, 1998:1). Penelitian ini tidak membahas bagaimana para Pemodal Ventura mendapatkan nilai tersebut. Metode penilaian Navado dan Lopez digunakan untuk menilai apakah penilaian yang dilakukan oleh Pemodal Ventura dapat dijustifikasi. Hal ini penting terutama ketika sebagian besar kepemilikan dari perusahaan Start Up berada di tangan Pemodal Ventura. Ini berarti pada saat penawaran perdana investor ritel akan membeli saham biasa dari Pemodal Ventura (Gompers, 2004:2).

Salah satu manfaat dari metode valuasi Navaro dan Lopez adalah kemampuannya untuk melacak asal mula nilai dengan menghubungkannya pada pengeluaran riil yang telah dilakukan perusahaan. Sudut pandang ini berbeda dengan investor yang menilai suatu Start Up berdasarkan probabilitas kesuksesannya di masa depan. Wickham (2006:1) menulis bahwa Pemodal Ventura cenderung memberikan bobot keberhasilan yang terlalu tinggi bagi Start Up. Bias ini sulit dihindari karena Pemodal Ventura sejak awal telah memiliki keyakinan kepada suatu Start Up, sebab tanpa keyakinan ini mereka tidak akan mau berinvestasi.

Dalam teori akuntansi terdapat trade-off antara relevan dan reliabilitas (Suwardjono, 2005:45). Pendekatan yang digunakan Navaro dan Lopez lebih memiliki reliabilitas karena didasarkan pada data historis yang dimiliki perusahaan. Hal ini yang dikemukakan Penman (2007:45) bahwa investasi melihat probabilitas ke depan sementara akuntansi melihat ke belakang dengan menggunakan data historis.

Nilai sebuah perusahaan terpengaruh oleh keadaan ekonomi dan lingkungan bisnis di mana suatu perusahaan itu berada. Karena itu valuasi perlu dilakukan dengan melihat kondisi makroekonomi dan kondisi industri serta pangsa pasar yang ada (Subramanyan, 2014). Berdasarkan hal ini maka perusahaan Start Up teknologi di Indonesia mempunyai potensi yang besar yang dilihat oleh Pemodal Ventura. Logika dasar dari valuasi dengan sistem top down adalah suatu perusahaan akan bertumbuh maksimum sebesar pangsa pasar industrinya dengan asumsi perusahaan tersebut menguasai seratus persen pangsa pasar. Dengan demikian pangsa pasar dalam suatu industri yang pada akhirnya menciptakan profitabilitas dan selanjutnya menciptakan nilai dari suatu perusahaan (Buzzell, 1975:1).

Berdasarkan penelitian Miloud *et al* (2012) proyeksi keuangan bukanlah faktor utama bagi Pemodal Ventura dalam berinvestasi pada sebuah Start Up teknologi. Hal ini dikarenakan pada akhirnya ada peran insting yang berperan untuk memperkirakan ketidakpastian di masa depan. Hal yang dijadikan patokan (rule of thumb) bagi Pemodal Ventura adalah *Multiple* dari jumlah pengguna dan nilai dari pengguna (Damodaran, 2016:121). Angka ini yang menjadi patokan untuk membatasi perkiraan yang terlalu optimis dan berperan sebagai *sanity check*.

Di bawah ini adalah contoh penerapan metode valuasi Navado dan Lopez terhadap salah satu Start Up teknologi Indonesia yaitu Go Jek. Untuk dapat menerapkan penilaian Navado Lopez maka pertama-pertama yang perlu dicari adalah nilai pasar dari Go Jek. Jika nilai ini dianggap adalah nilai yang diberikan oleh Pemodal Ventura yaitu 150 triliun maka nilai ini kita anggap untuk sementara mewakili nilai pasar. Nilai kedua yang digunakan untuk membandingkan dengan nilai pasar adalah nilai buku Go Jek. Nilai buku ini dapat diperoleh dari laporan keuangan Go Jek yaitu berdasar atas semua aset yang dimiliki oleh Go Jek.

Selanjutnya untuk variabel independen sebagai pencipta nilai terdiri dari Human Capital, Process Capital, Commercial Capital, Communicational Capital, dan Innovation Capital.

Human Capital terdiri dari gaji dan investasi pelatihan karyawan. Ini berarti diambil dari jumlah uang yang dikeluarkan Go Jek untuk melatih dan mengembangkan karyawannya. Selain itu dapat ditambahkan biaya perekrutan untuk talenta informasi teknologi (Prasetyo, 2014:1). Di Indonesia talenta informasi teknologi berjumlah terbatas dan itu berpengaruh kepada biaya perekrutannya.

Process Capital adalah pengeluaran yang terkait dengan proses bisnis perusahaan. Dalam hal ini proses bisnis perusahaan adalah mengelola para pemilik kendaraan pribadi untuk melayani logistik perusahaan dan kebutuhan logistik konsumen. Go Jek mulai dengan mengumpulkan para pengemudi baik pengemudi motor maupun pengemudi mobil. Selanjutnya pengemudi motor dan pengemudi mobil ini akan mengantarkan baik orang maupun barang (Pratama *et al*, 2017:1). Untuk mengumpulkan para pengemudi ini perlu biaya. Begitu juga biaya yang dikeluarkan oleh Go Jek untuk memberikan perlengkapan kepada para pengemudi dan biaya untuk memberikan pelatihan tentang standar operasional perusahaan. Biaya-biaya ini dikeluarkan untuk masing-masing mitra pengemudi Go Jek.

Commercial capital adalah pengeluaran yang dilakukan Go Jek untuk mendapatkan dan menjaga loyalitas pelanggan. Pengeluaran yang terutama dilakukan oleh Go Jek adalah dengan menggunakan potongan harga untuk menarik konsumen. Pada awalnya potongan harga ini menjadi beban yang ditanggung oleh Go Jek. Karena itu pengeluaran seperti ini dikenal oleh masyarakat umum dengan istilah membakar uang (Antonio, 2019:1).

Communicational Capital adalah biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk memperkenalkan produk dan jasa serta untuk membangun jejaring pemasaran. Dalam kasus Go Jek maka perusahaan perlu mendekati dua belah pihak terutama untuk produk Go Food. Satu pihak adalah penjual dan pihak yang lain adalah pembeli. Pihak Go Jek akan susah mendekati pembeli makanan jika tidak terdapat banyak penjual makanan yang menawarkan makanan di Go Jek. Pendekatan terhadap penjual makanan dan biaya untuk mendapatkan foto produk dan informasi

produk memerlukan biaya terlebih ketika Go Jek meluaskan jangkauannya. Setelah Go Jek memiliki kerja sama dengan penjual makanan maka selanjutnya membujuk konsumen untuk menggunakan aplikasi Go Jek (Sitanggang, 2019:1). Persuasi ini dilakukan dengan menggunakan diskon bagi pengguna pertama, hadiah kupon bagi pihak yang mendorong temannya untuk mengunduh Go Jek dan beriklan di baliho dan berbagai tempat keramaian lainnya.

Innovation Capital adalah pengeluaran perusahaan yang terkait dengan pengembangan layanan perusahaan. Dunia informasi teknologi adalah dunia yang cepat berubah. Aplikasi Go Jek minimal perlu menyesuaikan dengan berbagai telepon genggam, berbagai laptop, browser di mana aplikasi Go Jek dibuka. Ini sendiri akan memerlukan biaya untuk melakukan pemutakhiran berkala. Belum lagi biaya untuk meningkatkan layanan dengan menyediakan fitur-fitur yang mempermudah konsumen dalam menggunakan layanan Go Jek (Khasannah *et al*, 2018:1).

Pendekatan Navaro dan Lopez dalam hal ini membantu investor untuk dapat melihat secara garis besar bagaimana Go Jek beroperasi. Investor dapat mengevaluasi sendiri apakah dengan pengeluaran-pengeluaran tersebut Go Jek telah mencapai tujuannya dan telah memiliki pangsa pasar yang dominan dalam ride hailing di Indonesia. Pada akhirnya setiap konsumen memiliki subyektifitas masing-masing. Namun paling tidak dengan menggunakan kerangka Navaro Lopez bisa membantu untuk menilai perusahaan terutama secara Start Up secara sistematis, terukur dan tertelusur (Cohen, 2000:1).

## 5. SIMPULAN

Dari hasil penelitian ini maka metode Navado dan Lopez dapat diterapkan pada valuasi Start Up teknologi di Indonesia. Penelitian ini tidak menunjukkan bahwa Navado Lopez adalah satu-satunya alat untuk valuasi Start Up teknologi ataupun bahwa model valuasi ini adalah model yang terbaik. Melainkan yang coba dilakukan dalam penelitian ini adalah menerapkan metode valuasi Navado dan Lopez dalam konteks Indonesia sebab valuasi harus selalu dilakukan dalam konteksnya (Ortiz, 2006:1).

Ke depannya perlu lebih banyak dilakukan penelitian tentang bagaimana valuasi terhadap Start Up teknologi di Indonesia. Hal ini penting terutama karena Start Up ini kelak akan menjadi perusahaan-perusahaan besar Indonesia berikutnya. Dengan memberikan dukungan kepada Start Up teknologi di Indonesia maka akan lebih banyak stakeholder di Indonesia yang mendapatkan keuntungan dan tidak terbatas pada Start Up teknologi tersebut (Syauqi, 2016:2).

## 6.DAFTAR RUJUKAN

Aghion, P., Ljungqvist, L., Howitt, P., Howitt, P.W., Brant-Collett, M. and García-Peñalosa, C., 1998. *Endogenous growth theory*. MIT press.

Andriessen, D., 2004. *Making sense of intellectual capital: designing a method for the valuation of intangibles*. Routledge.

Antonio, R., Fenomena Bakar Uang Ala Start-up dan Gelembung Ekonomi. *Kompasiana*, 2019. <https://www.kompasiana.com/basingbe/5defa080097f36616a7a4d92/fenomena-bakar-uang-ala-startup-dan-gelembung-ekonomi>.

Bartley, J.W. and Boardman, C.M., 1986. Replacement-cost-adjusted valuation ratio as a discriminator among takeover target and nontarget firms. *Journal of Economics and Business*, 38(1), pp.41-55.

Bruni, A., Gherardi, S. and Poggio, B., 2004. Entrepreneur-mentality, gender and the study of women entrepreneurs. *Journal of organizational change management*.

Buzzell, R.D., Gale, B.T. and Sultan, R.G., 1975. Market share-a key to profitability. *Harvard business review*, 53(1), pp.97-106.

Cohen, R.D., 2000. An Objective Approach to Relative Valuation. *SSB Citi Asset Management Group, Working Paper, UK*.

Damodaran, A., 2016. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance* (Vol. 324). John Wiley & Sons.

BEI., 2019. Indonesian Capital Market Directory. *Institute for Economic and Financial Research*.

DSAK., 2009. Aset tidak berwujud. *Jakarta: Ikatan Akuntansi Indonesia*.

Emasari, L. and Tamara, D., 2010. Investigation towards the long-run performance of initial public offerings: Evidence from Indonesian Capital Market. *Journal of Applied Finance and Accounting*, 2(2), pp.100-125.

Fauziah, A., Purwanto, B. and Ermawati, W.J., 2020. Myopic Loss Aversion dan Literasi Keuangan Pada Pengambilan Keputusan Investor Pemula Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Organisasi*, 11(1), pp.1-7.

Gompers, P.A. and Lerner, J., 2004. *The venture capital cycle*. MIT press.

Hedrick, T.E., Bickman, L. and Rog, D.J., 1993. *Applied research design: A practical guide* (Vol. 32). Sage Publications.

Khasanah, K., Harsono, D., Subuh, D. and Sulistiyowati, R., 2018, July. Analisa Aspek Usability Terhadap Penerapan Teknologi Informasi Di Bidang Transportasi (Gojek). In *Seminar Nasional Sains dan Teknologi Informasi (SENSASI)* (Vol. 1, No. 1).

Kieso, D.E., Weygandt, J.J., Warfield, T.D., Wiecek, I.M. and McConomy, B.J., 2019. *Intermediate Accounting, Volume 2*. John Wiley & Sons.

Miloud, T., Aspelund, A. and Cabrol, M., 2012. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. *Venture Capital*, 14(2-3), pp.151-174.

Muklis, F., 2016. Perkembangan dan tantangan pasar modal Indonesia. *Al-Masraf: Jurnal Lembaga Keuangan dan Perbankan*, 1(1), pp.65-76.

Nevado, D. y López V. (2002). El capital intelectual: Valoración y medición. Madris: Pearson educación

O'Connor, M.C., 1973. On the usefulness of financial ratios to investors in common stock. *The Accounting Review*, 48(2), pp.339-352.

- Ortiz, M.A.A., 2006. Intellectual capital (intangible assets) valuation considering the context. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 4(9).
- Penman, S.H. and Penman, S.H., 2007. *Financial statement analysis and security valuation* (Vol. 3). New York: McGraw-Hill.
- Prasetyo, B., 2014. Menilik Kesiapan Dunia Ketenagakerjaan Indonesia Menghadapi MEA. *Jurnal Rechts Vinding Online, Media Pembinaan Hukum Nasional*.
- Pratama, M.G., Wibawa, B.M. and Kunaifi, A., 2017. Analisis Deskriptif Konsumen Dan Mitra Pengemudi Pada Jasa Transportasi Online Ride Sharing. *Jurnal Sains dan Seni ITS*, 6(2), pp.D164-D167.
- Sitanggang, A., 2019. Konstruksi Makna Iklan “Gojek Mempersembahkan: Cerdikiawan”. *Jurnal Spektrum Komunikasi*, 7(2), pp.48-63.
- Stiglitz, J.E., 2000. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World development*, 28(6), pp.1075-1086.
- Subramanyam, K.R., 2014. *Financial statement analysis*. McGraw Hill Education.
- Suwardjono, T.A., 2005. *Perekayasaan Pelaporan Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Syauqi, A.T., 2016. Startup sebagai Digitalisasi Ekonomi dan Dampaknya bagi Ekonomi Kreatif di Indonesia. *Universitas Gadjah Mada-Yogyakarta, Indonesia*.
- Terrell, E., 2010. History of the American and NASDAQ stock exchanges. In *Library of Congress–Business Reference Services*.
- Wickham, P.A., 2006. Overconfidence in new start-up success probability judgement. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*.
- Wines, G., Dagwell, R. and Windsor, C., 2007. Implications of the IFRS goodwill accounting treatment. *Managerial Auditing Journal*.
- Zider, B., 1998. How venture capital works. *Harvard business review*, 76(6), pp.131-139.