

RASIO KEUANGAN PENGUKUR KINERJA PERUSAHAAN DAN DAMPAKNYA TERHADAP EKSPETASI *RETURN SAHAM*

Yarnest

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Merdeka Malang
Jl. Terusan Raya No.62-64 Malang, 65146

Abstract

This research was intended to know and to describe BUMN firm performance listed at Indonesian Stock Exchange. It measured finance ratios and its impact to expectation return good stock partially and simultaneously. This observational object was corporate BUMN listed at Indonesian Stock Exchange, period 2005-2009. This research used design ex post facto. Exhaustive observational corporate BUMN listed at Indonesian Stock Exchange (BEI) were 13 firms. Because of little population, the method used was census method. Analysis techniques used were analysis multiple regression, quiz f and quiz t, data processing by programs AvIEWS version 6.0. The result of observation showed that liquidity ratio, leverage ratio, activity ratio, profitability ratio and stock ratio could measure simultaneous firm and performance impacted significant to expectation return stock. Activity ratio consisted of average collection period and inventory turnover and stock ratio consisted of price earning ratio and book value per share partially impacted significant to expectation return stock. Meanwhile ratio was liquidity, leverage ratio. Profitability ratio partially did not impact significantly to expectation return stock. Stock ratio measured by book value per share constituting impacted as the dominant factor on exspection return stock.

Key words: *financial ratio, corporate performance, return on expectation*

Kinerja perusahaan, merupakan alat perencanaan dan pengendalian bagi pimpinan dan investor dalam periode waktu tertentu. Kinerja perusahaan sebagai indikasi faktor fundamental yang menjadi pertimbangan bagi investor dalam berinvestasi pada sekuritas (Yusi, 2011). Kinerja perusahaan yang diukur dengan memanfaatkan rasio keuangan, maka dapat diperoleh informasi (data) untuk membantu proses pengambilan keputusan dan dapat memberi dasar yang baik bagi manajemen perusahaan secara keseluruhan. Pengukuran kinerja perusahaan adalah proses untuk menentu-

kan seberapa baik aktivitas-aktivitas bisnis dilaksanakan untuk mencapai tujuan strategis, meminimasi pemborosan-pemborosan dan menyajikan informasi tepat waktu untuk melaksanakan penyempurnaan secara berkesinambungan.

Pengelolaan perusahaan yang efektif dan kebijakan manajemen yang mengacu kepada peningkatan *share holder value*, akan menjadi tolok ukur bagi para investor dan *funds managers*. Para investor dan *funds managers* akan melakukan seleksi secara ketat dalam menentukan pilihan investasinya. Dalam berinvestasi seorang investor dihadap-

Korespondensi dengan Penulis:

Yarnest: Telp./Fax. +62 341 560 058

E-mail: yarnestb@yahoo.com

kan pada suatu pengambilan keputusan dengan tidak kepastian. Sifat ketidakpastian inilah yang mendorong para investor rasional untuk selalu memperhatikan faktor risiko dan *expected return* dalam setiap kali berinvestasi (Sasongko, 2010). Besar risiko yang harus ditanggung dan bagaimana likuiditas investasi tersebut, serta bagaimana pengaruh kondisi faktor internal perusahaan, untuk itu investor akan mengumpulkan sebanyak mungkin informasi yang berguna dalam pengambilan keputusan investasi dengan melihat kinerja perusahaan (laporan keuangan maupun laporan lainnya)

Hanya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik saja, yang akan mendapatkan tempat dalam keputusan yang diambil para investor dan *funds managers*. Kinerja perusahaan biasanya dijadikan indikator yang sering dipakai untuk portofolio investasi bagi investor. Investor yang menginvestasikan dananya pada sekuritas, sangat berkepentingan terhadap keuntungan saat ini dan keuntungan yang diharapkan di masa yang akan datang serta adanya stabilitas dari keuntungan yang akan diperoleh. Sebelum menginvestasikan dananya para investor melakukan analisis terhadap kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan. Investor juga berkepentingan atas informasi yang berhubungan dengan kondisi atau kinerja perusahaan sebagai pedoman untuk melakukan investasi, agar dana yang diinvestasikan tersebut mampu menghasilkan nilai tambah di masa mendatang dalam bentuk *dividen* dan atau *capital gain*.

Dalam kaitannya dengan investasi pada saham, para investor dan perusahaan ingin agar kemakmuran pemegang saham meningkat dari waktu ke waktu (Ediningsih & Nilmawati, 2010), dengan mendapatkan *return* yang diharapkan lebih besar atau tinggi dalam berinvestasi pada sekuritas, ini dapat dilihat dari harga saham yang tinggi. Ekspektasi *return* saham dapat dipengaruhi oleh kinerja keuangan perusahaan yang dapat diukur dari rasio keuangan.

Menilai kinerja perusahaan dengan analisis laporan keuangan dapat memberikan informasi yang menggambarkan hubungan diantara berbagai perhitungan dari beberapa laporan keuangan serta hasil dari operasional perusahaan (Rusdin, 2006). Analisis laporan keuangan merupakan perhitungan rasio-rasio keuangan perusahaan untuk membantu mengevaluasi posisi keuangan dan hasil operasi di masa yang lalu, dan yang akan datang (Ardianto, 2007). Analisis rasio ini dikelompokkan dalam 5 kategori (Fachrudin, 2001), yaitu: (1) Rasio likuiditas yaitu rasio yang digunakan untuk mengetahui kemampuan membayar dari suatu perusahaan; (2) Rasio *leverage* yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara aktiva yang dimiliki perusahaan dengan utang-utangnya; (3) Rasio aktivitas yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur kegiatan aktivitas perusahaan; (4) Rasio profitabilitas yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat keuntungan dari kegiatan operasi perusahaan; (5) Rasio saham yaitu rasio yang menunjukkan bagian dari laba perusahaan, dividen, dan modal yang dibagikan kepada setiap saham.

Harga saham di bursa bersifat dinamis yang menyebabkan sulit ditentukan. Harga saham dapat bergerak naik dan turun, penilaian harga saham dapat dilakukan melalui pendekatan teknikal dan fundamental. Penelitian tentang harga saham telah banyak dilakukan diantaranya yang dilakukan oleh Sasongko (2006) dengan variabel bebas: ROA, ROE, ROI, EPS, EVA dan BEP, juga yang dilakukan Natarsyah (2000) dengan menggunakan variabel: ROA, DER, PBV, dan risiko sistematis. Demikian yang dilakukan oleh Herlina & Hadianto (2007) yang menggunakan variabel fundamental DER, ROA, DPS, PER, BVS. Penelitian yang dilakukan tersebut belum mencerminkan kinerja keuangan perusahaan secara luas, sehingga hal ini mendorong untuk melakukan penelitian dengan bidang yang relatif sama dengan variabel bebas yang lebih luas dan variabel terikat yang berbeda yakni, ekspektasi *return* saham. Adapun tujuan dilakukannya penelitian ini adalah untuk mendeskripsikan dan

Rasio Keuangan Pengukur Kinerja Perusahaan dan Dampaknya terhadap Ekspektasi *Return* Saham

Yarnest

menguji bagaimana kinerja perusahaan BUMN yang *listing* di Bursa Efek Indonesia diukur dari rasio-rasio keuangan, dampak faktor rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio aktivitas, rasio profitabilitas, dan rasio saham (*common stock ratio*) secara parsial dan simultan terhadap ekspektasi *return* saham perusahaan BUMN yang *listing* di Bursa Efek Indonesia, manakah dari faktor rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio aktivitas, rasio profitabilitas, dan rasio saham (*common stock ratio*) yang berdampak dominan pada ekspektasi *return* saham perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

METODE

Penelitian ini menggunakan rancangan *ex post facto*, penelitian dilakukan pada perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan tujuan untuk mengetahui hubungan atau dampak antara variabel bebas dengan variabel terikat dan kemudian surut ke belakang untuk mengetahui faktor rasio keuangan pengukur kinerja perusahaan yang dapat menimbulkan dampak terhadap ekspektasi *return* saham. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang berjumlah 13 perusahaan. Mengingat jumlah populasi kecil, maka metode pengambilan sampel yang digunakan adalah metode sensus.

Pertimbangan peneliti mengambil obyek perusahaan BUMN adalah karena: (1) peranan negara dalam bidang pembangunan ekonomi yang diletakkan pada konteks pembangunan nasional (Lubis, 2007); (2) melalui pasar modal (*listing*) dapat menciptakan iklim pengelolaan perusahaan (BUMN) yang sehat, karena menyebarkan kepemilikan, keterbukaan dan profesionalisme; (3) membangun iklim keterbukaan bagi dunia usaha (BUMN), karena adanya transparansi dalam pengelolaan, pembukuan dan laporan keuangan; (4) terbuka peluang terjadinya kontrol sosial oleh masyarakat, investor dan pemerintah.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berasal dari: (a) data tentang laporan keuangan perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI dari tahun 2005-2009; (b) Data tentang *annual report* perusahaan BUMN yang terdaftar di BEI dari tahun 2005-2009; (c) *Capital market directory* pada Bursa Efek Indonesia (BEI), JSX statistik, *website* BEI maupun laporan berkala BEI; (d) Data yang diinginkan dalam penelitian ini adalah data tahunan yang mengacu dari penelitian. Teknik yang digunakan untuk pengumpulan data adalah, teknik dokumenter yaitu berupa laporan keuangan dan harga saham masing-masing perusahaan dari tahun 2005-2009 kemudian data dianalisis dengan pendekatan kuantitatif. Teknik analisis yang digunakan yaitu analisis deskriptif, regresi berganda,

Tabel 1. BUMN yang Tedaftar di Bursa Efek Indonesia

Nama Perusahaan	Code	Sektor
PT Bank Negara Indonesia, Tbk	BBNI	Perbankan
PT Bank Rakyat Indonesia, Tbk	BBRI	Perbankan
PT Bank Mandiri Tbk	BMRI	Perbankan
PT Adhi Karya Tbk	ADHI	Konstruksi
PT Wijaya Karya Tbk	WIKA	Konstruksi
PT Indofarma Tbk	INAF	Farmasi
PT Kimia Farma, Tbk	KAEF	Farmasi
PT Aneka Tambang, Tbk	ANTM	Pertambangan
PT Timah Tbk	TINS	Pertambangan
PT Perusahaan Gas Negara Tbk	PGAS	Pertambangan
PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk;	PTBA	Pertambangan
PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	TLKM	Telekomunikasi
PT Semen Gresik Tbk	SMGR	Semen

uji F dan uji t, untuk pengolahan data menggunakan program AvIEWS versi 6.0 yang diformulasikan ke dalam bentuk persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon$$

Keterangan:

Y = variabel endogen (ekspektasi *return* saham)

α = konstanta

β_i = koefisien regresi dari masing-masing variabel X_i

X_i = variabel eksogen (rasio-rasio keuangan)

ε = kesalahan pengganggu

HASIL

Berdasarkan data sekunder dari laporan keuangan perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dan diolah diperoleh gambaran mengenai kinerja perusahaan yang diukur dari rasio-rasio keuangan sebagai berikut.

Informasi mengenai likuiditas (rasio likuiditas) sangat penting bagi investor untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menyediakan alat-alat yang likuid (yang mudah dijual atau diuangkan), guna menjamin pengembalian utang jangka pendek pada waktunya atau utang jangka panjang yang telah atau akan jatuh tempo.

Berdasarkan Tabel 2 dapat diketahui bahwa nilai minimum *current ratio* sebesar 0,54 dan maksimum sebesar 11,48 dengan rata-rata sebesar 2,17 yang berarti bahwa setiap Rp. 1 utang lancar akan dibayar dengan Rp. 2,17 aktiva lancar. Kondisi tersebut menggambarkan adanya kemampuan

perusahaan BUMN untuk menjamin terbayarnya utang lancar yang dimilikinya. Nilai minimum *cash ratio* 0,36 dan maksimum sebesar 6,10 dan rata-ratanya sebesar 1,71 yang berarti bahwa setiap Rp.1 utang lancar akan dijamin dengan Rp. 1,71 uang kas. Nilai minimum *quick (acid ratio)* sebesar 0,25 dan maksimum sebesar 12,01 sedangkan rata-ratanya sebesar 2,85 yang berarti bahwa perusahaan memiliki kemampuan dalam membayar kewajiban lancar dengan aktiva yang likuid dimana persediaan merupakan salah satu komponennya. Nilai minimum *working capital to total aset ratio* sebesar -13,56 dan nilai maksimum sebesar 61,66 sedangkan nilai rata-ratanya sebesar 23,40. Jadi secara umum menunjukkan bahwa perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang baik. Ini berarti perusahaan memiliki kemampuan yang baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

Rasio *leverage* dipergunakan untuk mengatur berapa banyak perusahaan harus dibelanjakan oleh dana pinjaman. Penggunaan dana-dana pinjaman yang besar dengan jumlah yang melebihi modal sendiri akan memberikan tingkat keamanan yang rendah bagi kreditur, akan tetapi bagi pemilik pembiayaan dari kreditur ini, tidak selalu berarti jelek sepanjang tingkat keuntungan yang diperoleh dari usaha yang dibiayai pinjaman tersebut lebih tinggi daripada tingkat bunga kreditnya.

Berdasarkan Tabel 3 dapat diketahui bahwa nilai minimum *total debt to equity ratio* sebesar 82,00 dan maksimum sebesar 9.272,00 dengan rata-rata sebesar 1.253,78 yang berarti bahwa setiap Rp.1 modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk memenuhi utang sebesar 1.253,78. Kondisi tersebut menggambarkan kurangnya kemampuan perusaha-

Tabel 2. Statistik Deskripsi Rasio Likuiditas Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

	N	Minimum	Maximum	Mean	SD
Current Ratio	65	0,54	11,48	2,17	1,77
Cash Ratio	65	0,36	6,10	1,71	1,12
Quick (Acid test)	65	0,25	12,01	2,85	2,96
Working capital to total assets ratio	65	-13,56	61,66	23,40	17,78
Valid N (listwise)	65				

Rasio Keuangan Pengukur Kinerja Perusahaan dan Dampaknya terhadap Ekspektasi *Return Saham*

Yarnest

an BUMN untuk menjamin terbayarnya utang-utang dari modal sendiri yang dimilikinya. Nilai minimum *total debt to total capital assets* 10,71 dan maksimum sebesar 940,41 dan rata-ratanya sebesar 238,41 yang berarti bahwa dari keseluruhan kebutuhan dana sebesar 238,41 yang dibelanjai dengan utang digunakan aktiva sebesar Rp.1 untuk menjamainya. Kondisi tersebut menggambarkan kurangnya kemampuan perusahaan BUMN untuk menjamin terbayarnya utang-utang dari aktiva dimilikinya. Nilai minimum *long term debt to equity ratio* sebesar 0,08 dan maksimum sebesar 7,75 sedangkan rata-ratanya sebesar 1,34 yang berarti bahwa setiap Rp.1 modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk membayar utang jangka panjang sebesar 1,34. Kondisi tersebut menggambarkan adanya kemampuan perusahaan BUMN untuk menjamin terbayarnya utang-utang dari modal sendiri yang dimilikinya. Nilai minimum *tangible assets debt coverage* sebesar 15,61 dan nilai maksimum sebesar 780,28 sedangkan nilai rata-ratanya sebesar 312,00, berarti bahwa setiap Rp1 jumlah aktiva tetap berwujud (*tangible*) yang dijadikan jaminan untuk membayar utang jangka panjang sebesar 312.00. Kondisi tersebut menggambarkan kurang adanya kemampuan perusahaan BUMN untuk menjamin terbayarnya utang-utang jangka panjangnya dari aktiva tetap berwujud yang dimilikinya. Nilai minimum *leverage ratio* sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 0,88 sedangkan nilai rata-ratanya sebesar 0,38 berarti bahwa setiap Rp.1 jumlah aktiva yang dijadikan jaminan untuk membayar utang-utangnya sebesar 0,38. Kondisi tersebut menggambarkan kuatnya kemampuan

perusahaan BUMN untuk menjamin terbayarnya utang-utang dari aktiva yang dimilikinya.

Berdasarkan hal tersebut dapat diketahui bahwa perusahaan BUMN menggunakan utang lebih besar dibandingkan modal sendiri dan di sisi lain perusahaan BUMN mempunyai kemampuan untuk menjamin terbayarnya utang-utang dari aktiva yang dimilikinya, sehingga menunjukkan bahwa kinerja perusahaan tersebut cukup baik karena perusahaan memiliki penyangga dana yang cukup besar sehingga tingkat solvabilitas perusahaan cukup baik. Tetapi para kreditur menyenangi rasio utang yang rendah karena semakin rendah rasio utang akan semakin besar pula perlindungan yang diperoleh para kreditur dalam keadaan likuiditas

Informasi tentang aktivitas (rasio aktivitas) sangat penting bagi investor untuk mengetahui seberapa jauh efektivitas perusahaan dalam menggunakan sumber daya yang dimilikinya.

Berdasarkan Tabel 4 dapat diketahui bahwa nilai minimum *total assets turnover* sebesar 0,40 dan maksimum sebesar 10,40 dengan rata-rata sebesar 1,73 yang berarti bahwa setiap Rp.1 modal yang diinvestasikan akan mampu menghasilkan pendapatan atau *revenue* sebesar 1,73. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa dana yang diinvestasikan pada perusahaan BUMN akan mampu memberikan tingkat pendapatan yang lebih besar. Nilai minimum *receivable turnover* sebesar 0,05 dan maksimum sebesar 50,07 dan rata-ratanya sebesar 16,87 yang berarti bahwa kemampuan dana yang tertanam dalam piutang berputar dalam 16,87. Kondisi tersebut menggambarkan cukup baiknya kemampuan per-

Tabel 3. Statistik Deskripsi Rasio *Leverage* Perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

	N	Minimum	Maximum	Mean	SD
Total debt to equity ratio	65	82,00	9.272,00	1.253,78	1.621,80
Total debt to total capital assets	65	10,71	940,41	238,41	242,26
Long term debt to equity ratio	65	0,08	7,75	1,34	1,68
Tangible assets debt coverage	65	15,61	780,28	312,00	234,44
Leverage ratio	65	0,00	0,88	0,38	0,26
Valid N (listwise)	65				

usaha BUMN menerima pengembalian piutang-piutangnya. Nilai minimum *average collection period* sebesar 7,39 dan maksimum sebesar 125,63 dengan rata-rata sebesar 62,14 yang berarti bahwa kemampuan perusahaan BUMN menerima pengembalian piutang-piutangnya yang diberikan akan diterima kembali selama 62,14 hari. Kondisi tersebut menggambarkan cukup baiknya kemampuan perusahaan BUMN menerima pengembalian piutang-piutangnya. Nilai minimum *inventory turnover* 0,00 dan maksimum sebesar 155,92 dan rata-ratanya sebesar 12,39 yang berarti bahwa dana yang tertanam pada persediaan berputar selama 12,39 kali dalam satu tahun. Kondisi tersebut menggambarkan cukup baiknya kemampuan perusahaan BUMN dalam mengelola persediaannya. Nilai minimum *average day's inventory* sebesar 0,00 dan maksimum sebesar 347,00 dan rata-ratanya sebesar 66,94 yang berarti bahwa persediaan barang yang ada dalam gudang tersimpan selama 67 hari. Kondisi tersebut menggambarkan kurang baiknya perusahaan BUMN dalam mengelola persediaannya. Nilai minimum *working capital turnover* sebesar -13,73 dan maksimum sebesar 16,72 dengan rata-rata sebesar 2,64

yang berarti bahwa kemampuan modal kerja (*netto*) berputar selama 2,64 kali selama periode tertentu. Kondisi tersebut menggambarkan cukup baiknya kemampuan perusahaan BUMN dalam mengelola modal kerja bersihnya

Berdasarkan hal tersebut dapat diketahui bahwa kinerja perusahaan BUMN sudah baik, karena semakin tinggi nilai rasio suatu perusahaan semakin efektif penggunaan total aktivasinya untuk menciptakan penjualan dan mendapatkan laba; semakin cepat perputaran persediaan semakin efektif pengelolaan persediaannya. Analisis rasio profitabilitas dimaksudkan untuk dapat mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan dalam beroperasinya perusahaan untuk menghasilkan keuntungan.

Berdasarkan Tabel 5 dapat diketahui bahwa nilai minimum *gross profit margin* sebesar -0,02 dan maksimum sebesar 0,66 dengan rata-rata sebesar 0,20 yang berarti bahwa setiap Rp1 nilai penjualan akan mampu menghasilkan keuntungan bersih sebesar 0,20. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa perusahaan BUMN akan mampu memberikan tingkat

Tabel 4. Statistik Deskripsi Rasio Aktivitas Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

	N	Minimum	Maximum	Mean	SD
Total assets turn over	65	.40	10.40	1.73	1.60
Receivables turn over assets	65	.05	50.07	16.87	14.65
Average collection period	65	7.39	125.63	62.14	30.76
Inventory turn over	65	.00	155.92	12.39	31.45
Average days inventory	65	.00	347.00	66.94	70.15
Working capital turn over	65	-13.73	16.72	2.64	4.90
Valid N (listwise)	65				

Tabel 5. Statistik Deskripsi Rasio Profitabilitas Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

	N	Minimum	Maximum	Mean	SD
Gross profit margin	65	-0,02	0,66	0,20	0,21
Operating income ratio	65	0,02	7,34	0,60	1,41
Operating ratio	65	0,06	2,04	0,91	0,40
Net profit margin (sales margin)	65	0,01	1,40	0,20	0,26
Earning power of total investment (Rate of ROA)	65	0,47	60,47	12,64	13,28
Net earning power ratio (Rate of ROI)	65	0,23	42,50	8,21	8,91
Rate of return for the owners	65	1,70	149,35	22,71	20,04
Valid N (listwise)	65				

Rasio Keuangan Pengukur Kinerja Perusahaan dan Dampaknya terhadap Ekspektasi *Return Saham*

Yarnest

keuntungan lebih baik. Nilai minimum *operating income ratio* sebesar 0,02 dan maksimum sebesar 7,34 dan rata-ratanya sebesar 0,60 yang berarti bahwa setiap Rp1 nilai penjualan akan mampu menghasilkan keuntungan sebelum bunga dan pajak sebesar 0,60. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa perusahaan BUMN akan mampu memberikan tingkat keuntungan sebelum bunga dan pajak yang lebih baik. Nilai minimum *operating ratio* sebesar 0,06 dan maksimum sebesar 2,04 dengan rata-rata sebesar 0,91 yang berarti bahwa setiap Rp1 nilai penjualan membutuhkan biaya operasional sebesar 0,91. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa perusahaan BUMN memerlukan biaya untuk operasional yang lebih besar dalam operasinya. Nilai minimum *net profit margin (sales margin)* 0,01 dan maksimum sebesar 1,40 dan rata-ratanya sebesar 0,20 yang berarti bahwa setiap Rp.1 nilai penjualan akan mampu menghasilkan keuntungan bersih setelah pajak sebesar 0,20. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa perusahaan BUMN mampu memberikan tingkat keuntungan bersih setelah pajak yang baik bagi perusahaan. Nilai minimum *earning power of total investment (rate of ROA)* sebesar 0,47 dan maksimum sebesar 60,47 dan rata-ratanya sebesar 12,64 yang berarti bahwa dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva mampu memberikan keuntungan sebesar Rp12,64 bagi semua investor atau pemegang saham. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa aktiva yang dimiliki perusahaan BUMN mampu memberikan tingkat keuntungan bersih yang baik bagi pemegang saham atau investor. Nilai minimum *Net earning power ratio (rate of ROI)*

sebesar 0,23 dan maksimum sebesar 42,50 dengan rata-rata sebesar 8,21 yang berarti bahwa dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva mampu memberikan keuntungan bersih sebesar 8,21. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa aktiva yang dimiliki perusahaan BUMN mampu memberikan tingkat keuntungan bersih yang baik bagi perusahaan. Nilai minimum *rate of return for the owners* sebesar 1,70 dan maksimum sebesar 149,35 dengan rata-rata sebesar 22,71 yang berarti bahwa setiap Rp1 modal sendiri akan mampu menghasilkan keuntungan sebesar 22,71. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa modal sendiri yang dimiliki perusahaan BUMN mampu memberikan tingkat keuntungan yang lebih besar bagi pemegang saham.

Berdasarkan hal tersebut dapat diketahui bahwa kinerja perusahaan dikatakan cukup baik, hal ini menggambarkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan yang cukup baik dalam memperoleh keuntungan, karena semakin tinggi nilai rasio profitabilitas suatu perusahaan semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam mengelola seluruh aktivanya untuk menghasilkan laba.

Rasio saham menunjukkan bagian dari laba perusahaan, dividen dan modal yang dibagikan kepada setiap saham.

Berdasarkan Tabel 6 dapat diketahui bahwa nilai minimum *price earning ratio* sebesar 0,98 dan maksimum sebesar 813,95 dengan rata-rata sebesar 227,51 hal ini menunjukkan bahwa harga saham di pasar perdana atau harga perdana sebesar 227,51

Tabel 6. Rasio Saham Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

	N	Minimum	Maximum	Mean	SD
Price earning ratio	65	0,98	813,95	227,51	198,44
Earning per share (EPS)	65	2,00	2184,00	288,82	367,36
Dividend per Share	65	0,00	2007,00	126,03	330,07
Dividend yield	65	0,00	45,35	2,77	6,31
Payout ratio	65	0,00	500,03	40,24	85,92
Book value per share	65	1,00	20,91	7,67	6,65
Price to book value share	65	0,45	43,00	3,68	5,50
Valid N (listwise)	65				

dapat memberikan kepercayaan kepada investor atau pemegang saham serta dapat meningkatkan ekspektasi investor tentang prestasi perusahaan BUMN di masa yang akan datang. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa dana yang diinvestasikan pada perusahaan BUMN akan mampu memberikan tingkat pendapatan yang lebih besar bagi para investor. Nilai minimum *earning per share* sebesar 2,00 dan maksimum sebesar 2.184,00 dan rata-ratanya sebesar 288,82 hal ini menunjukkan bahwa laba yang diberikan kepada pemegang saham sebesar 288,82 dapat memberikan kepercayaan kepada investor atau pemegang saham terhadap keberhasilan perusahaan BUMN di dalam mengelola dana yang diinvestasikan pada perusahaan. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa dana yang diinvestasikan pada perusahaan BUMN akan mampu memberikan laba yang cukup besar bagi para investor dibandingkan dengan jumlah saham. Nilai minimum *dividend per share* sebesar 0,00 dan maksimum sebesar 2.007,00 dengan rata-rata sebesar 126,03 hal ini menunjukkan bahwa dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham sebesar 126,03 dapat memberikan kepercayaan kepada pemegang saham terhadap keberhasilan perusahaan BUMN di dalam mengelola dana yang diinvestasikan pada perusahaan. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa dana yang diinvestasikan pada saham perusahaan BUMN akan mampu memberikan dividen yang cukup besar bagi para pemegang saham. Nilai minimum *dividend yield* sebesar 0,00 dan maksimum sebesar 45,35 dan rata-ratanya sebesar 2,77 hal ini menunjukkan bahwa tingkat penghasilan berjalan yang diperoleh pemegang saham sebesar 2,77 relatif kecil, sehingga pemegang saham akan cenderung dan senang untuk melepas

atau menjual saham yang dimilikinya. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa saham perusahaan BUMN yang dimiliki para pemegang saham ketika saham tersebut dijual dapat memberikan selisih nilai jual dengan nilai beli yang positif (*capital gain*). Nilai minimum *book value per share* sebesar 1,00 dan maksimum sebesar 20,91 dan rata-ratanya sebesar 7,67 hal ini menunjukkan bahwa nilai buku per saham dari saham yang dimiliki pemegang saham sebesar 7,67 relatif besar. Nilai minimum *price to book value share* sebesar 0,45 dan maksimum sebesar 43,00 dengan rata-rata sebesar 3,68 hal ini menunjukkan bahwa besarnya harga saham (harga pasar) dari saham yang diperdagangkan di pasar sebesar 3,68. Kondisi tersebut menggambarkan bahwa harga saham (harga pasar) dari saham yang diperdagangkan di pasar dari saham perusahaan BUMN yang dimiliki para pemegang saham di bawah nilai buku saham sebesar 7,67 yang berarti bahwa saham tersebut *under value*. Hal tersebut menunjukkan bahwa kinerja perusahaan dikatakan baik, karena perusahaan BUMN mampu menghasilkan laba yang dibagikan perusahaan (dividen) dan *capital gain* kepada setiap saham.

Ekspektasi *return* saham adalah perkiraan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor dalam berinvestasi pada surat berharga dalam bentuk saham.

Berdasarkan Tabel 7 dapat diketahui bahwa ekspektasi *return* saham perusahaan BUMN minimum sebesar Rp-0,04 dan maksimum sebesar Rp53,24, sedangkan rata-ratanya sebesar Rp9,3095. Pada umumnya investor mengharapkan ekspektasi *return* saham yang besar dengan risiko yang sangat minimum. Akan tetapi, risiko pasti ada seiring dengan besar atau kecilnya *return* yang diharapkan.

Tabel 7. Ekspektasi *Return* Saham Perusahaan BUMN yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

	N	Minimum	Maximum	Mean	SD
Expected return saham	65	-0,04	53,24	9,3095	13,16345
Valid N (listwise)	65				

Rasio Keuangan Pengukur Kinerja Perusahaan dan Dampaknya terhadap Ekspektasi Return Saham

Yarnest

Dampak rasio likuiditas, *leverage*, aktivitas, profitabilitas, rasio saham terhadap ekspektasi *return* saham secara parsial ditunjukkan pada Tabel 8.

Tabel 8. Hasil Perhitungan Uji t

Variabel Independen	t	Sig.
Current Ratio	0,189	0,851
Cash Ratio	1,008	0,319
Quick (Acid test)	0,214	0,831
Total debt to equity ratio	-1,166	0,250
Total debt to total capital assets	-0,878	0,385
Long term debt to equity ratio	-0,590	0,558
Tangible assets debt coverage	-1,374	0,177
Total assets turn over	0,545	0,589
Receivables turn over assets	-1,122	0,268
Average collection period	-2,317	0,025
Inventory turn over	-2,042	0,048
Average days inventory	-0,798	0,429
Working capital turn over	0,721	0,475
Gross profit margin	-0,487	0,629
Operating income ratio	-0,268	0,790
Net profit margin (sales margin)	0,224	0,824
Earning power of total investment	-0,687	0,496
Rate of return for the owners	-0,829	0,412
Price earning ratio	2,453	0,018
Dividend yield	0,893	0,377
Book value per share	5,181	0,000
Price to book value share	0,675	0,503

Hasil perhitungan uji t (Tabel 8) menunjukkan bahwa dari rasio likuiditas, *leverage*, aktivitas, profitabilitas dan rasio saham, dimana rasio likuiditas yang terdiri dari *current ratio*, *cash ratio*, *quick (acid test)*, rasio *leverage* yang terdiri dari *total debt to equity ratio*, *total debt to total capital assets*, *long term debt to equity ratio*, *tangible assets debt coverage*, rasio aktivitas yang terdiri dari *total assets turnover*, *receivables turnover*, *average day's inventory*, *working capital turn over*, rasio profitabilitas yang terdiri dari *gross profit margin*, *operating income ratio*, *net profit margin (sales margin)*, *earning power of total investment (rate of ROA)*, *rate of return for the owners*, rasio saham yang terdiri dari *price earning ratio*, *dividen yield* dan *price to book value per share* mempunyai nilai signifikan lebih besar dari $\alpha=5\%$, yang berarti bahwa variabel tersebut secara parsial tidak berdampak terhadap ekspektasi *return* saham.

Adapun rasio aktivitas berupa *average collection periode*, *inventory turnover*, dan rasio saham berupa *price earning ratio* dan *book value per share* mempunyai nilai signifikan lebih kecil dari $\alpha=0,05$ yang berarti bahwa variabel tersebut secara parsial berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham.

Dampak rasio likuiditas, *leverage*, aktivitas, profitabilitas, rasio saham terhadap ekspektasi *return* saham secara simultan ditunjukkan pada Tabel 9.

Tabel 9. Hasil Perhitungan Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Squares	F	Sig.
Regression	9149.734	22	415.897	9.00	.000
Residual	1939.962	42	46.190	4	
Total	11089.696	64			

Variabel independen/prediktor: (constant), Price to book value share, Total debt to equity ratio, current ratio, Average day's inventory, Inventory turn over, Dividend yield, Operating income ratio, Rate of return for the owners, Total assets turn over, Average collection period, Gross profit margin, Tangible assets debt coverage, Total debt to total capital assets, Long term debt to equity ratio, receivables turn over, Quick (Acid test), Price earning ratio, cash ratio, Book value per share, Working capital turn over, earning power of total investment (Rate of ROA), Net profit margin (sales margin). Variabel dependen: Ekspektasi Return saham.

Hasil perhitungan uji F (Tabel 9) menunjukkan bahwa dari rasio likuiditas, *leverage*, aktivitas, profitabilitas dan rasio saham berdampak terhadap variabel ekspektasi *return* saham secara simultan, ternyata didapat nilai signifikansi sebesar 0,000. dimana $0,000 < 0,050$ yang artinya secara simultan variabel rasio likuiditas yang terdiri dari *current ratio*, *cash ratio*, *quick (acid test)*, rasio *leverage* yang terdiri dari *total debt to equity ratio*, *total debt to total capital assets*, *long term debt to equity ratio*, *tangible asset debt coverage*, rasio aktivitas yang terdiri dari *total assets turnover*, *receivables turnover*, *average collection period*, *average day's inventory*, *inventory turnover*, rasio profitabilitas yang terdiri dari *gross profit margin*, *operating income ratio*, *net profit margin (sales*

margin), *earning power of total investment (rate of ROA)*, *rate of return for the owners*, rasio saham yang terdiri dari *price earning ratio*, *dividend yield*, *book value per share*, dan *price to book value share* berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham.

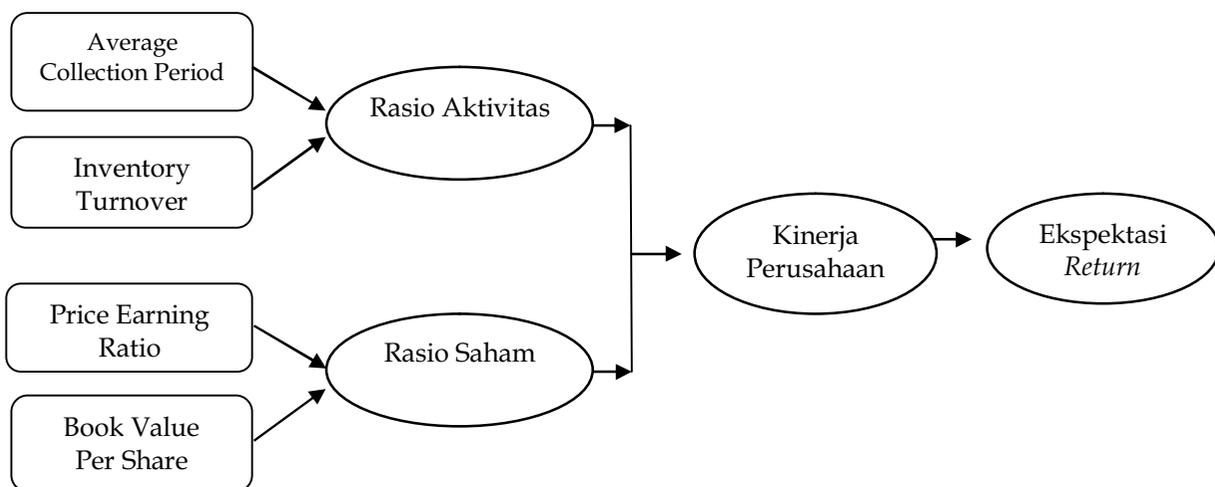
PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil pengolahan data dan analisis yang telah diungkapkan, hanya variabel rasio aktivitas yang diukur dari *average collection period*, *inventory turnover* dan rasio saham dari *price earning ratio*, *book value per share* secara parsial berdampak terhadap variabel ekspektasi *return* saham. Dengan demikian tidak semua faktor rasio keuangan perusahaan (rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio aktivitas, rasio profitabilitas, dan rasio saham) sepenuhnya berdampak secara langsung terhadap ekspektasi *return* saham perusahaan BUMN yang *listing* di Bursa Efek Indonesia.

Di sisi lain hasilnya menunjukkan bahwa variabel kinerja perusahaan yang terdiri dari rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio aktivitas, rasio profitabilitas dan rasio saham secara simultan atau bersama-sama berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham. hal ini menunjukkan bahwa

secara keseluruhan tingkat ekspektasi *return* saham selain dipengaruhi oleh kinerja perusahaan seperti yang dijelaskan sebelumnya di atas juga bisa dipengaruhi oleh analisis teknikal. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Muninghar (2005), tentang pengaruh variabel internal perusahaan yang diukur dari rasio keuangan, yaitu *dividend pay out*, *leverage*, *likuiditas*, *return on investment*, *total assets turnover*, *return on equity* dan *price earning ratio* terhadap tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) saham, hasilnya menunjukkan, bahwa faktor internal perusahaan berdampak terhadap tingkat keuntungan yang diharapkan dengan arah positif, hal ini berarti bahwa peningkatan faktor internal perusahaan yang diukur dari rasio-rasio keuangan akan diikuti dengan peningkatan tingkat keuntungan yang diharapkan oleh investor dan pemegang saham dan sebaliknya.

Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Moses (1999), dan Suhadak (2002) menyimpulkan bahwa faktor fundamental mikro (*dividend pay out*, *leverage*, *growth*, *likuiditas*, *variability of earning* dan *assets size*) berpengaruh negatif terhadap risiko pasar dan berpengaruh positif terhadap tingkat keuntungan yang diharapkan, bahwa faktor kinerja perusahaan berpengaruh secara langsung



Gambar 2. Model Analisis Kinerja Keuangan yang Direkomendasikan

pada ekspektasi *return* saham, maka akan menaikkan performansi perusahaan di mata investor. Rasio saham yang diukur dengan *book value per share* atau nilai buku per saham merupakan faktor dominan berdampak pada ekspektasi *return* saham. Hasil penelitian ini juga didukung dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Yusi (2011), koefisien regresi variabel nilai buku dengan arah yang positif dan signifikan dengan tingkat kepercayaan lebih dari 99% dan mempunyai pengaruh yang dominan dibandingkan dengan variabel-variabel yang lainnya.

Berdasarkan temuan empiris melalui metode kuantitatif maka model yang direkomendasikan seperti terlihat pada Gambar 2.

Implikasi atas model gambar di atas, bahwa rasio aktivitas yang terdiri dari *Average collection period*, *inventory turnover* dan rasio saham yang terdiri dari *price earning ratio*, *book value per share* dapat mengukur kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang diukur dari rasio-rasio keuangan tersebut secara parsial berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham, dan secara simultan kinerja perusahaan yang diukur dari rasio-rasio keuangan berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham. Dari temuan empiris menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berdampak pada ekspektasi *return* saham, maka pihak manajemen perusahaan perlu memperhatikan dan meningkatkan kinerja perusahaan yang dipimpinya, karena investor akan mempertimbangkan kinerja perusahaan dalam pengambilan keputusan untuk berinvestasi jangka panjang.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mendeskripsikan dan menguji bagaimana kinerja perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diukur dari rasio-rasio keuangan, dampak faktor rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio aktivitas, rasio profitabilitas dan rasio saham secara parsial dan

simultan terhadap ekspektasi *return* saham serta faktor mana yang dominan berdampak pada ekspektasi *return* saham. Berdasarkan hasil dan pembahasan dapat disimpulkan bahwa tingkat likuiditas, perusahaan BUMN memiliki kemampuan yang baik dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Hasil perhitungan rasio *leverage* menggambarkan kuatnya kemampuan perusahaan BUMN untuk menjamin terbayarnya utang-utang dari aktiva yang dimilikinya. Hasil perhitungan rasio aktivitas menggambarkan cukup baiknya kemampuan perusahaan BUMN dalam mengelola modal kerja bersihnya. Hasil perhitungan rasio profitabilitas menggambarkan bahwa modal sendiri yang dimiliki perusahaan BUMN mampu memberikan tingkat keuntungan yang lebih besar bagi pemegang saham. Berdasarkan rasio saham dapat diketahui bahwa kinerja perusahaan dikatakan baik, karena perusahaan BUMN mampu menghasilkan laba yang dibagikan perusahaan (*dividen*) dan *capital gain* kepada setiap saham.

Rasio aktivitas yang terdiri dari *average collection period* dan *inventory turnover* serta rasio saham yang terdiri dari *price earning ratio* dan *book value per share* secara parsial berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham perusahaan BUMN yang *listing* di Bursa Efek Indonesia, yang berarti semakin baik rasio aktivitas dan rasio saham dari keuangan perusahaan akan meningkatkan ekspektasi *return* saham. Signifikannya dampak variabel tersebut, karena investor non individual lebih banyak melihat kinerja perusahaan secara selektif dengan menggunakan analisis rasio aktivitas yang mengukur efisiensi dan efektivitas perusahaan dalam mengoperasikan dana. Di samping itu dengan mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam mengelola persediaan perusahaan. *Inventory turn over* yang tinggi menunjukkan perusahaan mampu mengefisienkan pengelolaan keuangannya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan BUMN mampu menggunakan dana dalam aktivitas perusahaan untuk mengoptimalkan perolehan laba.

Rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio profitabilitas secara parsial tidak berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham. Tidak signifikan-nya dampak variabel tersebut dikarenakan investor individual dalam jangka pendek tidak banyak menggunakan analisis fundamental sebagai dasar untuk mengetahui kinerja perusahaan baik atau tidak dan saham-saham perusahaan mana yang berada dalam keadaan sehat yang dimasukkan dalam portofolio saham mereka, para investor lebih banyak menggunakan analisis teknikal dengan melihat fluktuasi harga saham di pasar, tingkat bunga, keadaan ekonomi dan politik, sehingga rasio keuangan pengukur kinerja perusahaan tidak berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham. Tidak signifikannya dampak variabel tersebut juga disebabkan investor individual kurang memiliki kemampuan untuk menganalisis dan menginterpretasikan rasio-rasio keuangan secara akademik sebagai pengukur kinerja perusahaan, hal ini disebabkan rendahnya pengetahuan dan minimnya materi pendidikan tentang seluk beluk berinvestasi di pasar modal yang dimiliki oleh investor.

Rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio aktivitas, rasio profitabilitas dan rasio saham secara simultan berdampak signifikan terhadap ekspektasi *return* saham perusahaan BUMN yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa rasio keuangan perusahaan dijadikan sebagai masukan untuk memilih alternatif investasi bagi investor, karena dana yang investasi diharapkan akan memberikan ekspektasi *return* yang tinggi. Rasio saham yang diukur dengan *book value per share* atau nilai buku per saham merupakan faktor dominan berdampak pada ekspektasi *return* saham.

Saran

Sebaiknya investor dan calon investor untuk lebih cermat dan teliti dalam membaca laporan keuangan dari rasio-rasio yang menjadi gambaran terhadap kinerja perusahaan, sehingga investor

dan calon investor mampu menginvestasikan dananya kepada perusahaan yang benar-benar memberikan *return* yang seimbang dengan dampak risiko yang ditanggung oleh investor dan calon investor serta dapat melihat apakah perusahaan yang ditanamkan modalnya memiliki tingkat kesehatan yang baik.

Pihak investor dan calon investor perlu meningkatkan kemampuannya melihat dan menilai rasio-rasio keuangan entitas dengan meningkatkan pengetahuan tentang manajemen keuangan, analisis investasi dan pasar modal, dengan demikian hasil yang diharapkan (ekspektasi *return*) akan mendorong investor dan calon investor untuk mengambil keputusan berinvestasi pada saham perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Di sisi lain para investor akan memperoleh hasil yang diharapkan dalam bentuk dividen dan *capital gain* yang lebih meningkat.

Pihak manajemen lebih fokus untuk meningkatkan pencapaian tujuan perusahaan yaitu untuk mendapatkan keuntungan, sehingga tujuan investor untuk mendapatkan dividen yang dibagikan dengan nilai yang lebih besar akan mampu meningkatkan hasil yang diharapkan dan menciptakan daya tarik yang lebih baik bagi investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan yang diperdagangkan di pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

- Ardianto, Y.T. 2007. Analisis Pengaruh Profitabilitas dan Leverage terhadap Harga Saham (Studi Kasus pada Perusahaan Food and Beverage di BEJ selama Periode tahun 2003-2005). *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12(3): 405-420.
- Ediningsih, S.I. & Nilmawati. 2010. EVA dan Beberapa Variabel Fundamental Perusahaan terhadap Harga Saham. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 14(1): 263-273.
- Herlina & Hadianto, B. 2007. Pengaruh Rasio Fundamental terhadap Harga Saham Sektor Telekomunikasi Selama Periode 1997-2001 di Bursa Efek Jakarta. *Prosiding*. Universitas Kristen Maranatha Bandung.

Rasio Keuangan Pengukur Kinerja Perusahaan dan Dampaknya terhadap Ekspektasi *Return Saham*

Yarnest

- Hermeindito, K. 2001. Analisis Pengaruh Rasio-Rasio Operasi dan Keuangan Tertimbang serta Rasio Persaingan Industri terhadap Kinerja Perusahaan: Studi Empiris Perspektif Internal dan Perspektif Eksternal Organisasi. *Jurnal Widya Manajemen & Akuntansi*, 1(1): 1-17.
- Lubis, T.A. 2011. Kinerja Finansial dan Operasional Badan Usaha Milik Negara yang Go Public. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 15(3): 342-350.
- Moses, J. 1999. Equilibrium in a Capital Asset Pricing Market. *Econometrica*, 34: 78-83.
- Muninghar, 2005. Analisis Pengaruh Faktor Internal dan Eksternal Perusahaan terhadap Risiko Sistimatis dan Return Ekspektasi pada Kelompok Perusahaan industri di Pasar Modal Indonesia. *Disertasi* (Tidak Publikasikan). Program Pascasarjana Universitas Brawijaya Malang.
- Natarsyah, S. 2000. Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham: Studi Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go Publik di Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 15(3).
- Sasongko, T. 2010. Implikasi Komponen Laporan Arus Kas, Laba Kotor, dan Size Perusahaan terhadap Expected Return Saham. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 14(1): 74-85.
- Sasongko, N. & Wulandari, N. 2006. Pengaruh EVA dan rasio-Rasio Profitabilitas terhadap Harga Saham. *Empirika*, 19(1).
- Suhadak. 2003. Pengaruh Faktor Fundamental terhadap Keuntungan yang Diharapkan Melalui Risiko Pasar di Bursa Efek Jakarta Indonesia. *Disertasi* (Tidak Dipublikasikan). Program Pascasarjana Universitas Airlangga Surabaya.
- Yusi, M.S. 2011. Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis Implikasinya terhadap Harga Saham. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 15(1): 40-48.