

PENGARUH INDIKATOR FINANSIAL TERHADAP HARGA SAHAM BANK DI INDONESIA

Harsono Yoewono

Fakultas Manajemen dan Kepemimpinan Universitas Tanri Abeng
Jl. Swadarma Raya No.58, RT.7/RW.3, Ulujami, Pesanggrahan, Kota Jakarta Selatan,
Daerah Khusus Ibukota Jakarta 12250
Email: hyoewono@gmail.com

ABSTRACT

The public can assess the soundness of a bank through their published financial reports, either on a monthly basis, quarterly, or annually. The common indicators used are the ratios of liquidity, rentability, and solvability. The bankruptcy prediction and financial distress indicators were part of the solvability ratios. As much as 20 of 31 banks, whose stocks traded publicly, were the research objects. The observation period was between January 2004 to October 2010. To estimate the model in panel data, 3 approaches were used, that is the pooled-least square (PLS), the fixed effect model (FEM), and the random effect model (REM). As the Chow test and Hausman test were carried out, we found that FEM is the best model to measure and estimate the effects of financial performance and the bankruptcy predictors to the volatility of stock price. Nine of 29 variables were found to be significant to affect the volatility of stock price of the bank. It comprises of 3 liquidity indicators, 3 rentability indicators, and 3 solvability indicators. They are cash ratio, call money ratio 1 and 2, net interest margin, operating cost ratio, operational income, debt, long-term debt, and the ratio of long-term debts to assets.

Keywords: Stock Price, Financial Performance, Financial Distress, Bankruptcy

ABSTRAKSI

Publik dapat menilai tingkat kesehatan bank melalui laporan keuangan mereka yang dipublikasikan, baik secara bulanan, kuartalan, atau setiap tahun. Indikator umum yang digunakan adalah rasio likuiditas, rentabilitas, dan solvabilitas. Prediksi kebangkrutan dan indikator kesulitan keuangan merupakan bagian dari rasio solvabilitas. Objek penelitian adalah 20 dari 31 bank yang sahamnya diperdagangkan secara public. Periode pengamatan adalah antara Januari 2004 hingga Oktober 2010. Untuk memperkirakan model dalam data panel, 3 pendekatan digunakan, yaitu *pooled-least square* (PLS), *fixed effect model* (FEM), dan *random effect model* (REM). Ketika tes Chow dan uji Hausman dilakukan, menemukan bahwa FEM adalah model terbaik untuk mengukur dan memperkirakan efek kinerja keuangan dan prediksi kebangkrutan terhadap volatilitas harga saham. Sembilan dari 29 variabel ditemukan signifikan untuk mempengaruhi volatilitas harga saham bank. Ini terdiri

dari 3 indikator likuiditas, 3 indikator rentabilitas, dan 3 indikator solvabilitas. Variabel tersebut adalah rasio kas, *call money ratio* 1 dan 2, *net interest margin*, rasio biaya operasi, pendapatan operasional, utang, utang jangka panjang, dan rasio utang jangka panjang terhadap aset

Kata Kunci: harga saham, kinerja keuangan, kesulitan keuangan, kebangkrutan

PENDAHULUAN

Fluktuasi dan dinamika perubahan harga saham dipengaruhi oleh banyak faktor, bisa itu dari dalam perusahaan penerbit saham itu sendiri, atau dari luar. Faktor eksternal bisa terkait langsung dengan perusahaan tersebut secara bisnis, finansial, atau ekonomi. Faktor eksternal yang tidak terkait langsung dengan perusahaan sering mempengaruhi harga saham perusahaan tersebut seperti kondisi politik, tuntutan lingkungan alam, lingkungan sosial kemasyarakatan, atau lainnya.

Harga saham sangat rentan terhadap selentingan informasi dan desas-desus. Penurunan harga saham membuat modal perusahaan bank mengalami penurunan pula dengan nilai yang bisa berlipat-lipat. Harga saham bank yang berfluktuasi membuat modal bank juga ikut berfluktuasi. Demikian pula nilai dan kualitas aset produktif bank dalam bentuk kredit yang disalurkan dan dalam bentuk hasil transaksi di pasar uang antar bank dan proses kliring dengan Bank Indonesia.

Harga saham yang berubah acak (stokastik) merupakan resultan perubahan berbagai indikator finansial dalam laporan finansial. Di sisi lain, harga saham dapat merefleksikan dan memberikan tanda-tanda kegagalan suatu bank. Bank dinyatakan gagal ketika ada desas-desus suatu bank tidak bisa memenuhi kewajibannya dalam proses kliring, pasar uang antar-bank, gagal bayar utang, atau lainnya.

Kegagalan dalam memenuhi ketentuan modal minimum membuat bank tersebut bisa mendapat berbagai macam teguran dan sanksi dari Bank Indonesia. Bentuk teguran bisa lisan sampai tertulis. Bentuk sanksi bisa dari stop kliring sampai yang terparah likuidasi. Bank menjadi layak dan harus diselamatkan dari upaya likuidasi ketika kegagalan bank tersebut bisa berdampak sistemik bagi sistem perbankan, sistem pembayaran, dan sistem keuangan secara parsial atau secara keseluruhan.

Otoritas moneter di Indonesia tidak pernah mempublikasikan informasi dan status kesehatan suatu bank. Kesehatan suatu bank di Indonesia tidak bisa diketahui khalayak banyak, kecuali dalam bentuk laporan keuangan. Oleh karena itu, laporan keuangan

merupakan pintu utama untuk meneliti dan menganalisis tingkat kesehatan bank serta memprediksi kebangkrutan suatu bank.

TINJAUAN PUSTAKA

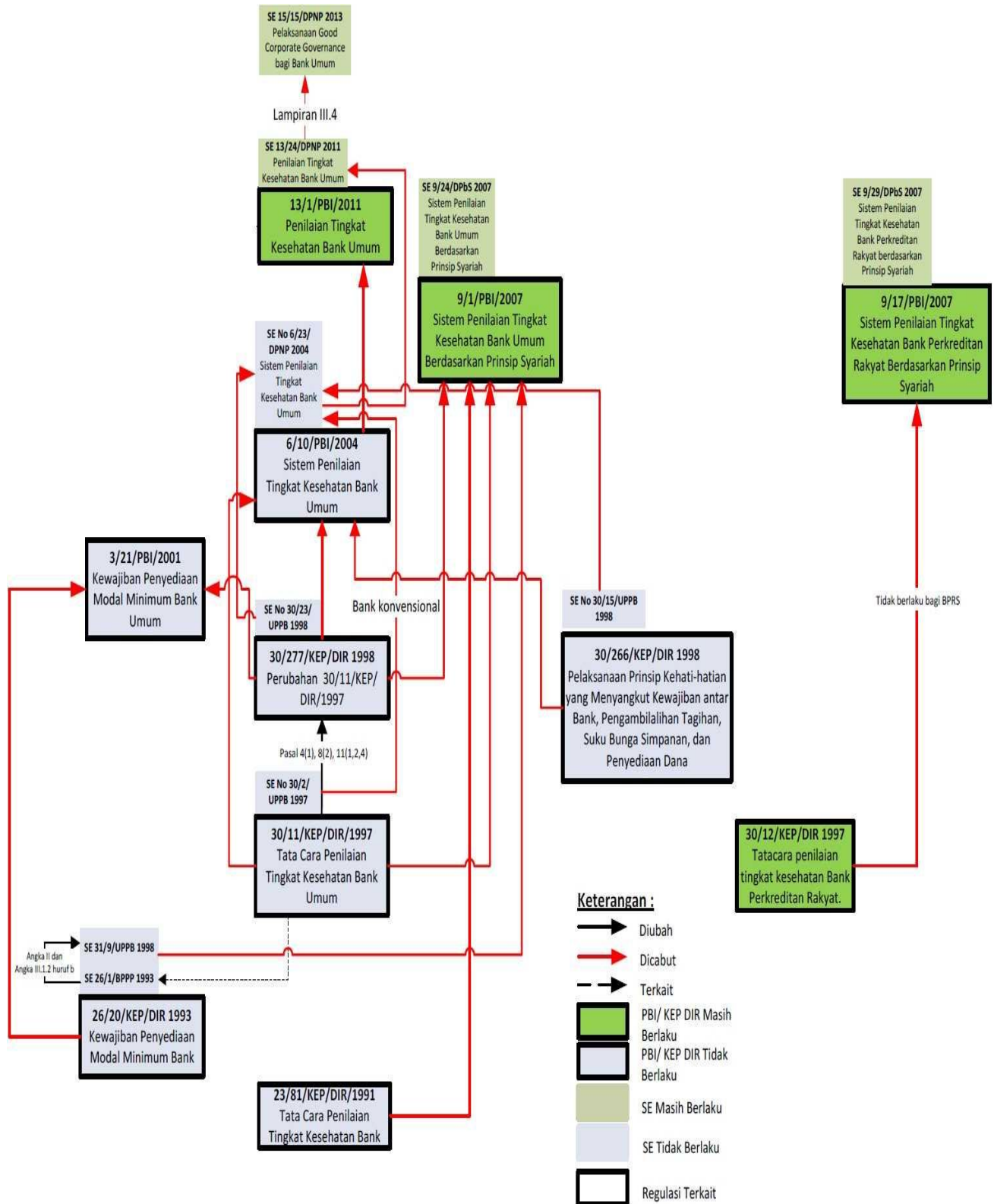
Kinerja Bank

Likuiditas, solvabilitas, dan rentabilitas atau profitabilitas merupakan indikator kinerja finansial yang umum dan utama. Tiga parameter ini merupakan bagian dari sistem pengawasan dan pemeringkatan CAMELS (*Capital, Asset, Management, Equity, Liquidity, Sensitivity*). Tiga indikator lainnya, yakni C (modal), M (manajemen), dan S (sensitivitas), bersifat subjektif dan tergantung definisi dan interpretasi pihak otoritas. Sistem pengawasan CAMEL ditetapkan dalam SK BI No.30/11/KEP/1997. Sayangnya, sistem penilaian tersebut tidak bisa diterapkan untuk kantor cabang.

Dewasa ini, penilaian kesehatan bank umum dibuat berdasarkan Peraturan OJK No.4/POJK.03/2016 dan Peraturan BI No.13/1/PBI/2011. Di sisi lain, sistem penilaian EAGLES (*Earning ability, Asset Quality, Growth, Liquidity, Equity, Strategic management*) dianggap sebagai alternatif dari sistem CAMEL (Irmayanto *et al*, 2007:92-94). Gambar 1 memperlihatkan dinamika Peraturan BI tentang penilaian kesehatan bank di Indonesia.

Kesehatan merupakan nama lain dari kinerja. Istilah tersebut bisa dijabarkan dalam bentuk likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, rentabilitas. Kinerja negatif sering disebut kesulitan finansial. Kesulitan finansial atau tanda-tanda kebangkrutan sebenarnya dapat diprediksi. Walau demikian, tingkat akurasi tergantung kehebatan *predictor* dalam mengestimasi dari suatu model. Altman's Z-score banyak dijadikan referensi sebagai pelopor yang memformalkan analisa variabel ganda dalam memprediksi kegagalan suatu perusahaan. Rumusan rasio finansial Altman untuk menghitung skor Z semakin variatif dalam perkembangannya.

Berdasarkan hasil risetnya, Chen dan Shimerda (1981:51-60) berpendapat bahwa rasio finansial dapat memprediksi kebangkrutan perusahaan dengan tingkat akurasi lebih dari 90%. Tujuh rasio finansial yang utama menurut Dugan dan Zavgren (1989:64-65) adalah posisi kas, likuiditas jangka pendek, beban finansial, ROI, perputaran modal, perputaran inventaris, dan perputaran piutang.



Gambar 1: Perkembangan Peraturan BI tentang penilaian kesehatan bank

Sumber: Ginting *et al* (2012)

Didefinisikan sebagai kemampuan bank untuk menyelesaikan utang jangka pendek melalui alat likuiditasnya, indikator likuiditas mencakup *cash ratio*, *current ratio*, RR (*reserved requirements*), LDR (*loan to deposit ratio*), LAR (*loan to asset ratio*), CMR (*call money ratio*), atau lainnya. Didefinisikan sebagai kemampuan bank untuk menyelesaikan utang jangka panjang dengan seluruh asetnya, indikator solvabilitas mencakup CAR (*capital adequacy ratio*), DER (*debt to equity ratio*), LDAR (*long-term debts to asset ratio*), atau lainnya.

Beberapa indikator keuntungan mencakup ROA (*return on asset*), ROE (*return on equity*), ROI (*return on investment*), NPM (*net profit margin*), OCR (*operating cost ratio*), atau lainnya. Kegagalan dalam mengelola likuiditas, pendapatan, dan keuntungan dapat menjadikan perusahaan sebagai target *hostile takeover*.

Harga Saham

Sebagai komoditas yang diperdagangkan, harga saham di pasar tergantung hukum permintaan dan penawaran. Harga saham perusahaan, indeks harga saham industrinya, kondisi makro, kausalitas atau lainnya bisa searah, berlawanan, simultan, interaktif. Prospek makro-mikro bisa menjanjikan atau merugikan. Analisa teknikal dan fundamental bisa relevan atau bisa pula tidak berarti sama sekali.

Walau demikian, pasar diasumsikan merupakan *predictor* terbaik untuk variabel fundamental seperti pendapatan (penjualan) dan risiko, lebih cepat dari apa yang diyakini dan diantisipasi oleh analisa fundamental (Reilly and Brown, 1997:772). *Herd instinct* sering menjadi momok (FOMO, *fear of missing out*) dan pemicu yang menggerakkan pasar yang penuh dengan sentimen dan tidak rasional.

Variabel rasional dan fundamental merupakan faktor yang dipertimbangkan oleh pemain pasar secara kontinyu dan otomatis. Informasi asimetris merupakan faktor pemberat suatu keputusan investasi dan ekspektasi. Investor atau *rent seekers* cenderung mengkapitalisasi pasar, kapan pun dan apa pun, *pricing in* dan *cashing in* (Levy, 1966:83).

Saham dibeli karena memiliki prospek keuntungan atas risiko kepemilikannya. Bila *future value* (FV) lebih besar dari *present value* (PV), saham dinilai layak untuk dikoleksi sebagai instrumen investasi. Jika premi risikonya relatif lebih rendah dari risiko saham lainnya, saham tersebut menjadi kurang menarik untuk dimiliki. Sebaliknya, bila premi risiko

lebih tinggi, semua orang cenderung menahan kepemilikannya (Brealey dan Myers, 1991:307-308).

Nilai instrinsik suatu saham tergantung nilai bukunya, pembayaran deviden dan rasionya, EPS, dan PER (Gompers *et al*, 2003). Harga saham yang menjadi aset (*asset pricing*) dianggap efisien ketika harganya merefleksikan informasi seluruh pasar (Shleifer, 2000), yang bisa diakses pedagang saham, sadar atau tidak (teori EMH, *efficient market hypothesis*) (Somoye *et al*, 2009:177-189).

PER, PBV (*price/book value*), PCF (*price/cash flow*), dan PDR (*price/dividends*) sudah digunakan sejak abad ke-16 di bursa efek pertama, yakni Amsterdam Stock Exchange. Valuasi ilmiah mulai dipakai pada penghitungan DCF (*Discounted Cash Flow*) dan DDM (*Dividend Discount Model*). DCF sebenarnya digunakan untuk menentukan nilai intrinsik satu aset investasi atau satu perusahaan individu pada satu waktu, tetapi bukan harganya. Nilai-nilai DCF bisa digunakan sebagai estimasi harga yang *fair* (Coleman, 2006).

Tahapan evolusi *asset pricing* berikutnya adalah *Modern Portfolio Theory* (MPT) dan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Kedua pendekatan ilmiah ini diaplikasikan dalam portofolio saham, tetapi bukan pada perusahaan-perusahaan individu. Oleh karena itu, tahapan evolusi berikutnya bergeser ke teori valuasi saham dimana harga saham ditetapkan sebagai pembilang (*numerator*) dan keuntungan (*yield*) sebagai penyebut (*denominator*).

Beberapa indikatornya mencakup *book/market equity (book/price)*, *earnings/price*, *dividend/price*. Tahapan ini menjadi dasar bagi model FF3F (*Fama-French Three-Factor*) yang dinilai tidak efisien, tidak rasional, tidak ilmiah, dan tidak menguntungkan. Faktor-faktor risiko terkait dengan pasar, ukuran (kapitalisasi pasar), dan nilai (book to market equity ratio). Model FF3F ini merupakan variasi dari *market timing*.

Studi Terdahulu

Dari beberapa studi tentang industri perbankan di Indonesia dan kebangkrutan, terdapat 8 literatur yang substansi intinya direkapitulasi ke dalam tabel berikut. Dari 8 literatur tersebut, 4 literatur dirasa perlu dirinci lebih lanjut, yakni Judijanto dan Khmaladze (2003), Sori dan Jalil (2009), Al-Rawi *et al* (2008), dan Sugiarti & Suyanto (2007)

Tabel 1: Perbandingan substansi penelitian dengan studi terdahulu

No	Peneliti	Var. Terikat	Var. Bebas						R ²	t	Met lit	Ket
			rentabilitas	likuiditas	solvabilitas	fin. distress	mikro	makro				
1.	Judijanto & Khmaladze (2003)	Z	ROE, ROEA, IM, PM, COF, ARCP, NII/EA, NIIL/L, EBT/SE	LA/D, NfA/L	E/EA, E/L	PLL/L			96%	1994-1996	AK F	213 bank, 29 bank tidak diobservasi, 32 variabel
2.	Widayani (2005)	ROE	OCR	LDR	CAR, NPL, DER				54,1%	2000-2002	AR B	61 dari 81 bank (persero, devisa, non-devisa)
3.	Sugiarti & Suyanto (2007)	HS					BV, EPS			2001-2005	DP	21 dari 24 bank
4.	Ardiani (2007)	HS	ROA, RORA, OCR, NMP	LDR	CAR				52,1%	2002-2004	AR B	15 dari 26 bank
5.	Fakhrurizie (2007)	HS				Z			21,5%	2003-2005	RLS	22 bank
6.	Al-Rawiet al (2008)	Z	TP/S, NP/S, NP/TA, NP/NE, NP/SQ	WC, CR, AT, QR	LAR, EAR, LER, NP-loss					2002-2004	Z-AR K	Industri manufaktur
7.	Somoye, et al (2009)	SP					EPS, DP S	GD P, int, oil, infl, fx	99,996%	2001-2007	AR B	
8.	Sori & Jalil (2009)	Z		CFS, DSR					82,2%	1990-2000	MD A	17 perusahaan gagal dan pasangannya, 64 variabel
9.	Harsono (2011)	HS	NIM, NPM, OCR, ROA, ROE, ROI, Op.Inc, Op.Exp, Tot.Inc	Cash Ratio, RR, LWM, CMR, LDR, LAR, CR, CTO	Debt, LTD, DER, DAR, LTDAR	Z			88,38%	Jan.2004-Okt.2010	DP	20 dari 31 bank publik

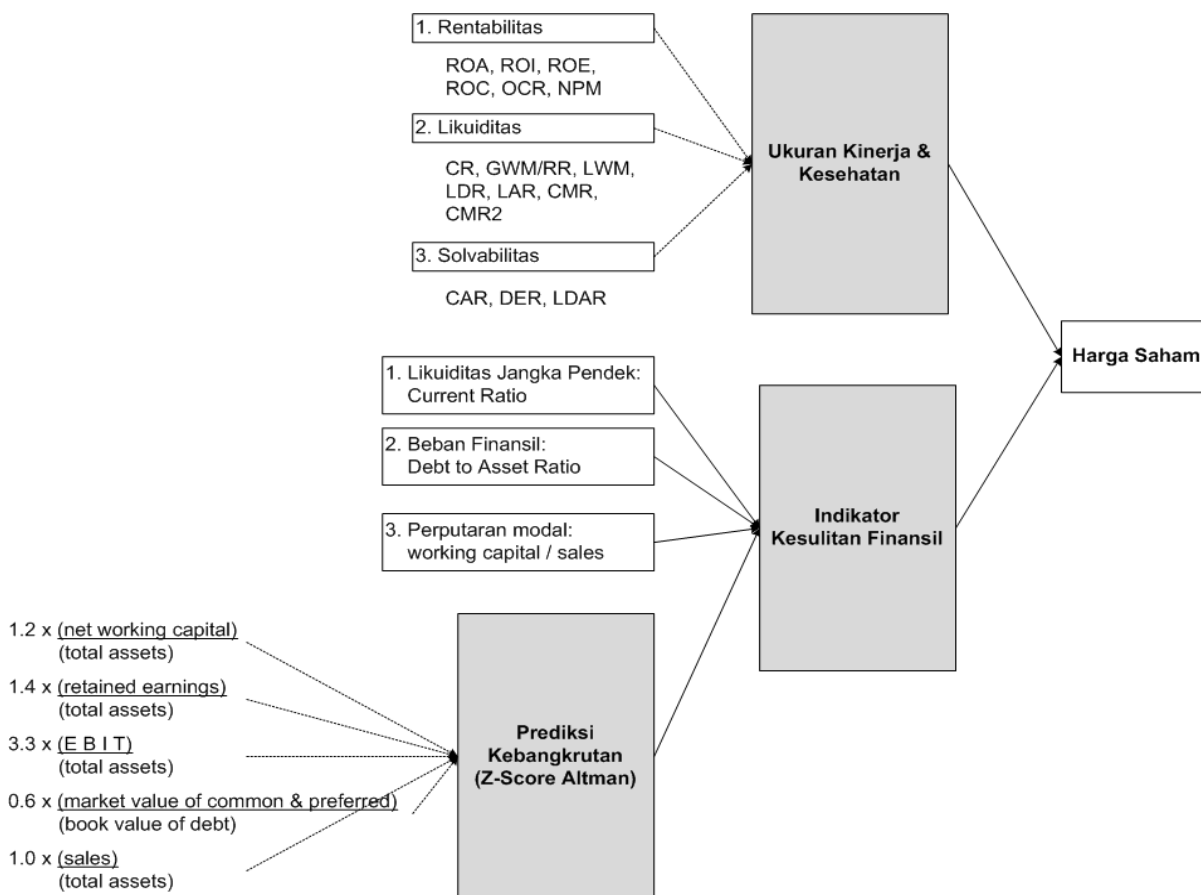
Catatan:

Beberapa indikator kesulitan keuangan: Z, CR, DAR; CF/TD, CF/LTD, C/CL, NI/TA, CA/CL, TD/TA, S/TA, EBIT/TA, RE/TA, WC/TA, WC/S, MV/BVD

Beberapa indikator keuangan lainnya: BV, DPS, EPS, PER, EPR, PBV, PCF, PDR, DPR, DCF, DDM, BMR, BPR, market cap

Metlit: DP = Data Panel; ARB = Analisis Regresi Berganda; RLS = Regresi Linier Sederhana; AKF = Analisis Korelasi (Spearman) dan Faktor (Eigen-Values dari matriks kovarians); Z-ARK = Z-score dan Analisis Rasio Keuangan; MDA = Multivariate Discriminant Analysis;

Kerangka Pemikiran



Gambar 2: Kerangka Pemikiran

Hipotesis

1. Semakin sehat dan baik kinerja suatu bank, semakin tinggi harga saham bank tersebut diperdagangkan di bursa efek. Hubungan yang diharapkan diantara kedua variabel tersebut adalah positif.
2. Semakin tinggi indikator kesulitan finansial suatu bank, semakin rendah harga saham bank tersebut; atau dengan kata lain, semakin tinggi skor-Z Altman, dengan *cut-off rate* sebesar 3,0, semakin kecil kemungkinan bank tersebut akan mengalami kebangkrutan

dan harga saham bank tidak akan mengalami penurunan. Hubungan yang diharapkan diantara kedua variabel (Z dan P) tersebut adalah positif.

METODE PENELITIAN

Objek Penelitian

Dari 31 bank yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (d/h Bursa Efek Jakarta dan/atau Bursa Efek Surabaya), hanya 20 bank yang layak dan bisa dijadikan objek penelitian, antara lain Bank ICB Bumiputera (BABP), Bank BCA (BBCA), Bank Mutiara (BCIC), Bank Danamon, (BDMN), Bank Pundi Indonesia (BEKS), Bank BII (BNII), Bank Kesawan (BKSW), Bank Mandiri (BMRI), Bank Mayapada (MAYA), Bank Mega (MEGA), Bank BNI (BBNI), Bank CIMB Niaga (BNGA), Bank OCBC NISP (NISP), Bank Nusantara Parahyangan (BBNP), Bank Panin (PNBN), Bank Permata (BNLI), Bank BRI (BBRI), Bank Swadesi (BSWD), Bank Victoria (BVIC), Bank Artha Graha (INPC).

Sebelas bank tidak bisa menjadi objek penelitian karena status mereka belum menjual sahamnya ke publik (IPO, *initial public offering*) selama periode analisis, yakni Januari 2004 sampai Oktober 2010.

Pembentukan Model

Harga saham merupakan fungsi dari kinerja, prediksi kebangkrutan, dan kesulitan finansial. Secara matematis, pernyataan ini dirumuskan dalam bentuk model hubungan sebagai berikut:

$$\rho = f(\pi, \lambda, \zeta, \delta) \dots \dots \dots \text{(eq.1)}$$

Equation 1 - Pembentukan model

di mana

- ρ : harga saham, diukur secara nominal
- π : ukuran rentabilitas (ROA, ROI, ROE, OCR, NPM)
- λ : ukuran likuiditas (CR, GWM/RR, LWM, LDR, LAR, CMR, CMR2)
- ζ : ukuran solvabilitas (DER, LDAR)
- δ : ukuran kesulitan keuangan lainnya (CR, DAR, WCSR, skor kebangkrutan Altman atau Z)

Teknik Analisis Data

Tiga pendekatan yang dilakukan dalam mengestimasi model data panel, yakni:

1. *pooled least square* (PLS), dimana konstanta mengasumsikan kesamaan *error* di semua variabel individu (*cross-section*) dan periode (*time-series*).

2. model efek tetap (FEM, *fixed-effect model*), dimana konstanta berisi *error* yang sama di semua variabel individu (*cross-section*) atau periode (*time-series*).
3. model efek acak (REM, *random-effect model*), dimana variabel *error* berbeda di semua variabel individu (*cross-section*) dan/atau periode (*time-series*).

Table 2: Perbandingan koefisien variabel menurut model uji dan analisis covarians

Metode Uji	Cov[$\mu_i X_{it}$]=0	Cov[$\mu_i X_{it}$] \neq 0
Pooled OLS	Konsisten	Tidak Konsisten
Random Effects	Konsisten, efisien	Tidak Konsisten
Fixed Effects	Konsisten	Konsisten

Sumber: Sri Yani Kusumastuti, Model Regresi Data Panel.

Pemilihan Model Terbaik antara PLS dan FEM

Penilaian model yang terbaik antara PLS dan FEM dibuat berdasarkan hasil uji Chow. Uji Chow mengasumsikan adanya heterogenitas karakteristik di setiap bank, yakni dengan hipotesa nol bahwa tidak ada heterogenitas individu dan hipotesa alternatifnya adalah bahwa terdapat heterogenitas pada *cross section*.

H_0 : $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \dots = \alpha_i$, *Common Effect*

H_1 : $\alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq \dots \neq \alpha_i$, *Individual Effect*

Secara matematis, uji Chow bisa dilakukan dengan membandingkan antara nilai F-hitung dengan F-tabel. Bila F-hitung lebih kecil dari F-tabel, maka PLS merupakan model yang lebih baik dari model FEM. Sebaliknya, bila F-hitung lebih besar dari F-tabel, maka FEM merupakan model yang lebih baik dari model PLS.

H_0 = Model PLS lebih baik.

H_a = Model FEM lebih baik.

$$F = \frac{(R_{UR}^2 - R_R^2)/m}{(1 - R_{UR}^2)/(n - k)}$$

Ketika peluang F tidak signifikan, berarti $cov(x,u)=0$. Implikasinya adalah data panel akan menjadi lebih baik diestimasi dengan menggunakan model REM. Tujuannya adalah untuk mendapatkan nilai estimator yang tidak bias, konsisten, dan efisien.

Pemilihan Model Terbaik antara FEM dan REM

Pemilihan model terbaik antara FEM dan REM dapat dilakukan dengan membandingkan jumlah variabel (n) dengan banyaknya observasi (t). Cara kedua adalah dengan membandingkan korelasi antara nilai error dengan nilai variabel yang diobservasi $cov(X_{it}, u_i)$.

Ho: $cov(X_{it}, u_i) = 0$

Model REM lebih baik;

Pada estimasi model REM, koefisien setiap variabel diasumsikan bersifat acak dari populasi yang lebih besar dengan nilai rata-rata konstan. Estimasi dengan menggunakan model REM akan menghasilkan *estimator* yang efisien, konsisten, dan tidak bias; *Estimator* REM bersifat konsisten di hipotesis Ho dan tidak konsisten di hipotesis Ha.

Ha: $cov(X_{it}, u_i) \neq 0$

Model FEM lebih baik.

FEM umumnya digunakan ketika ada korelasi antara koefisien estimasi setiap variabel (*individual intercept*) dan variabel bebasnya. Estimator hasil FEM bersifat konsisten kedua hipotesis (Ho dan Ha). Hasil FEM bisa membuat nilai *estimator unbiased, consistent*, tetapi relatif tidak efisien bila dibandingkan dengan hasil estimasi dengan REM.

Cara ketiga adalah dengan menggunakan statistik hasil uji Hausman. Nilai χ^2 (Chi-Square) terdistribusi secara asimptot. Inferensinya adalah bila peluang χ^2 lebih dari 0,05, maka model REM adalah lebih baik dari model FEM. Sebaliknya, bila peluang χ^2 (Chi-Square) kurang dari (α) 0,05, maka model FEM adalah lebih baik dari model REM.

Table 3: Beberapa kondisi dalam penetapan pemilihan model FEM atau REM

Kondisi 1	Kondisi 2	Pemilihan model
$t > n$		FEM
$t < n$	tidak-acak, non-stokastik	FEM
	acak, stokastik	REM
$\epsilon_i \approx X_i$	(berkorelasi)	FEM
$\epsilon_i \neq X_i$	(tidak berkorelasi)	REM
$t < n$	asumsi REM terpenuhi	estimator REM lebih baik dari FEM

HASIL PENELITIAN

Pendekatan Metode Pooled-Least Square

Dua puluh sembilan variabel bebas dalam persamaan yang ingin diestimasi –yakni 13 variabel likuiditas (q), 9 variabel rentabilitas (r), 5 variabel solvabilitas (s), dan 2 variabel indeks kebangkrutan Altman (z)–, secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan variabel terikat harga saham. Hal ini ditunjukkan dengan nilai F_{stat}

(55,43771) yang lebih besar dari nilai $F_{\text{tabel}} (df=n-k, k) (5\%=101,1426) (1,24)$; atau nilai signifikansi $F_{\text{stat}} (0,000)$ yang lebih kecil dari nilai kepercayaan ($\alpha=0,05$).

Adjusted R² yang bernilai 0,503459 diartikan bahwa ke-29 variabel bebas tersebut hanya mampu menjelaskan perilaku harga saham sebesar 50,3%. Dengan kata lain, model pada persamaan bukanlah model yang bersifat *goodness of fit*. Indikasi awal terlihat pada grafik setiap variabel yang tidak berjalan searah, khususnya sesuai pergerakan waktu. Selain itu, periode observasi yang jelas bersifat siklikal, yakni berdasarkan periode waktu bulanan. Dari 29 variabel bebas dalam persamaan yang ingin diestimasi, 8 variabel likuiditas (q), 5 variabel rentabilitas (r), dan 4 variabel solvabilitas (s) dan konstanta masing-masingnya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan variabel terikat harga saham pada $\alpha=5\%$.

Tujuh belas variabel yang dimaksud adalah q1, q2, q4, q5, q6, q7, q9, q10; r3, r6, r7, r8, r9; s1, s2, s3, dan s5. Per definitif, variabel yang dimaksud adalah *cash ratio*, likuiditas wajib minimum 1, giro wajib minimum 1 dan 2, *call money ratio* 1 dan 2, *loan to deposit ratio* 1 dan 2, *operating cost ratio*, *return on equity*, pendapatan operasional, beban operasional, total pendapatan (operasional dan non-operasional), utang, utang jangka panjang, *debt to equity ratio*, dan beban finansial.

Pendekatan Metode Fixed Effect Model

Duapuluh sembilan variabel bebas dalam persamaan yang ingin diestimasi –yakni 13 variabel likuiditas (q), 9 variabel rentabilitas (r), 5 variabel solvabilitas (s), dan 2 variabel indeks kebangkrutan Altman (z)–, secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan variabel terikat harga saham. Hal ini ditunjukkan dengan nilai $F_{\text{stat}} (93,54412)$ yang lebih besar dari nilai $F_{\text{tabel}} (df=n-k, k) (5\%=101,1426) (1,24)$; atau nilai signifikansi $F_{\text{stat}} (0,000)$ yang lebih kecil dari nilai kepercayaan ($\alpha=0,05$).

Adjusted R² yang bernilai 0,883829 diartikan bahwa ke-29 variabel bebas mampu menjelaskan perilaku harga saham sebesar 88,4%. Dengan kata lain, model pada persamaan adalah model yang bersifat *goodness of fit*. Dari 29 variabel bebas dalam persamaan yang ingin diestimasi, 3 variabel likuiditas (q), 3 variabel rentabilitas (r), dan 3 variabel solvabilitas (s) dan konstanta masing-masingnya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan variabel terikat harga saham pada $\alpha=5\%$. Sembilan variabel yang dimaksud adalah q1, q6, q7, r1, r3, r7, s1, s2, dan s4. Per definitif, variabel yang dimaksud adalah

cash ratio, *call money ratio 1 dan 2*, *net interest margin*, *operating cost ratio*, pendapatan operasional, utang (*debt*), utang jangka panjang, dan rasio utang jangka panjang terhadap aset.

Pendekatan Metode Random Effect Model

Dua puluh sembilan variabel bebas dalam persamaan yang ingin diestimasi –yakni 13 variabel likuiditas (*q*), 9 variabel rentabilitas (*r*), 5 variabel solvabilitas (*s*), dan 2 variabel indeks kebangkrutan Altman (*z*)–, secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan variabel terikat harga saham. Hal ini ditunjukkan dengan nilai F_{stat} (214.7998) yang lebih besar dari nilai $F_{tabel (df=n-k,k) (5\%=101,1426)}$ (1,24); atau nilai signifikansi F_{stat} (0,000) yang lebih kecil dari nilai kepercayaan ($\alpha=0,05$).

Adjusted R² yang bernilai 0,865840 diartikan bahwa ke-29 variabel bebas mampu menjelaskan perilaku harga saham sebesar 86,6%. Dengan kata lain, model pada persamaan adalah model yang bersifat *goodness of fit*. Dari 29 variabel bebas dalam persamaan yang ingin diestimasi, 1 variabel likuiditas (*q*), 3 variabel rentabilitas (*r*), dan 4 variabel solvabilitas (*s*) dan konstanta masing-masingnya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan variabel terikat harga saham pada $\alpha=5\%$. Delapan variabel yang dimaksud adalah *q12*, *r3*, *r7*, *r9*, *s1*, *s2*, *s4*, dan *s5*. Per definitif, variabel yang dimaksud adalah *current ratio (short-term liquidity)*, *operating cost ratio*, pendapatan operasional, dan total pendapatan (operasional dan non-operasional). Pada $\alpha=10\%$, tiga variabel lainnya yang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan variabel terikat harga saham adalah *q3*, *q6*, dan *q11*. Per definitif, ke-3 variabel yang dimaksud adalah likuiditas wajib minimum 2, *call money ratio 1*, rasio peminjaman terhadap aset (*loan to asset ratio*).

Pemilihan Model PLS dan FEM

Pemilihan model yang lebih baik antara PLS dan FEM dapat ditentukan dengan uji Chow. Bila *F*-hitung lebih besar dari *F*-tabel, maka H_0 (yang menyatakan model PLS adalah lebih baik dari FEM) ditolak dan H_a (yang menyatakan model FEM adalah lebih baik dari PLS) diterima.

$$F = \frac{(R_{UR}^2 - R_R^2)/m}{(1 - R_{UR}^2)/n - k}$$

$$F = \frac{(0,893378 - 0,512708)/101}{(1 - 0,893378)/1558 - 132} = 50,26$$

Equation 2 - Pemilihan Model PLS dan FEM pada regresi umum

Mengacu pada nilai F-tabel (0,05: 101, 1426) = 1,24, yang lebih kecil dari F-hitung, maka Ho ditolak, dan Ha diterima. Hal ini berarti model FEM adalah lebih baik dari PLS.

Pemilihan Model FEM dan REM

Pemilihan model yang lebih baik antara FEM dan REM dapat ditentukan dengan uji Hausman. Inferensinya adalah bila peluang χ^2 (*Chi-Square*) lebih dari 0,05, maka model REM adalah lebih baik dari model FEM. Sebaliknya, bila peluang χ^2 (*Chi-Square*) kurang dari (α) 0,05, maka model FEM adalah lebih baik dari model REM.

Ho = Model REM lebih baik.
Ha = Model FEM lebih baik.

Mengacu pada nilai peluang χ^2 (*Chi-Square*), yakni p (F-stat) = 0.00000, yang lebih kecil dari 0,05, maka Ho ditolak, dan Ha diterima. Hal ini berarti model FEM adalah lebih baik dari REM.

Interpretasi Penutup

Berdasarkan uji Hausman, model FEM adalah lebih baik dari model REM. Berdasarkan uji Chow, model FEM juga lebih baik dari model PLS. Demikian pula pada nilai statistik F dan *adjusted R*². Perbandingan nilai statistik F dan *adjusted R*² pada ketiga model estimasi (PLS, FEM, REM), memperlihatkan nilai *adjusted R*² tertinggi terjadi pada model FEM. Lihat ringkasan hasil penelitian pada Tabel 4.

Table 4: Perbandingan nilai F dan adjusted R2 pada α=5% pada 3 model estimasi

Model	F	sig	Adj R ²	GOF	Efek Variabel, sig ⊕	Efek Variabel, sig -
FEM	93,54412	✓	0,883829	✓	q7, r1, r3, r7, s1, s4	q1, q6, s2
REM	214.7998	✓	0,865840	✓	r3, r7, s1, s4	r9, q12, s2, s5
PLS	55,43771	✓	0,503459	x	q1, q4, q7, q10, r6, r7, r8, s1	q2, q5, q6, q9, r3, r9, s2, s3, s5

Hasil persamaan yang diestimasi dapat dibuat ke dalam persamaan (eq.3) berikut:

$$\begin{aligned}
 p = & \quad \mathbf{874.56} \quad - \mathbf{0.96.q1} + \mathbf{6.98.q2} - \mathbf{9.48.q3} - \mathbf{15.12.q4} + \mathbf{15.80.q5} - \\
 & \mathbf{47.44.q6} \\
 t & \quad 2.04 \quad -2.84 \quad 1.32 \quad -1.61 \quad -0.81 \quad 0.77 \quad -3.84 \\
 \rho & \quad 0.04 \quad 0.00 \quad 0.19 \quad 0.11 \quad 0.42 \quad 0.44 \quad 0.00 \\
 \\
 & \quad + \mathbf{15.67.q7} \quad \quad + \mathbf{21.99.q8} \quad \quad \quad - \mathbf{0.87.q9} + \mathbf{1.07.q10} - \mathbf{2.80.q11} - \\
 & \mathbf{0.01.q12} \quad - \mathbf{1.74.q13} \\
 & \quad 2.43 \quad 0.63 \quad -0.98 \quad 0.99 \quad -1.05 \quad -0.63 \quad -0.77 \\
 & \quad 0.02 \quad 0.53 \quad 0.33 \quad 0.32 \quad 0.29 \quad 0.53 \quad 0.44 \\
 \\
 & \quad + \mathbf{62.82.r1} \quad \quad - \mathbf{1.15.r2} + \mathbf{3.68.r3} - \mathbf{49.59.r4} \quad \quad + \mathbf{68.86.r5} - \\
 & \mathbf{0.35.r6} \quad + \mathbf{0.00037.r7} \\
 & \quad 3.34 \quad -1.09 \quad 2.19 \quad -1.04 \quad 1.66 \quad -0.46 \quad 1.96 \\
 & \quad 0.00 \quad 0.28 \quad 0.03 \quad 0.30 \quad 0.10 \quad 0.64 \quad 0.05 \\
 \\
 & \quad + \mathbf{0.00001.r8} \quad \quad + \mathbf{0.00034.r9} \quad \quad + \mathbf{0.00001.s1} \quad \quad - \mathbf{0.00015s2} + \\
 & \mathbf{5.29.s3} \quad + \mathbf{40.18.s4} \quad \quad - \mathbf{3.90.s5} \\
 & \quad -0.26 \quad -1.85 \quad 9.00 \quad -8.86 \quad 1.30 \quad 5.42 \quad -0.91 \\
 & \quad 0.79 \quad 0.06 \quad 0.00 \quad 0.00 \quad 0.20 \quad 0.00 \quad 0.36 \\
 \\
 & - \mathbf{3,274.Z} + \mathbf{3,284.Zb} \dots\dots\dots(\text{eq.3}) \\
 & \quad -0.74 \quad 0.74 \\
 & \quad 0.46 \quad 0.46
 \end{aligned}$$

Equation 3 - Persamaan estimasi pengaruh kinerja keuangan dan kesulitan finansial terhadap harga saham

R² = 0.86989
 Adjusted R² = 0.86584
 F-stat = 214.7998
 ρ (F-stat) = 0.00000
 D-W = 0.20948

Pada model FEM, hanya 3 variabel yang signifikan memberikan efek negatif, yakni q1 (*cash ratio*), q6 (*call money ratio 1*), dan s2 (utang jangka panjang). Pada 2 model lainnya, jumlah variabel yang signifikan memberikan pengaruh negatif adalah lebih banyak, yakni 4 pada REM dan 9 pada PLS. Pada tabel hasil regresi dengan menggunakan metode FEM, variabel dan koefisien FE pada cross, nilai 4.497,1519 hanya terpaut lebih rendah

474,49444 dari harga rata-rata saham Bank Danamon setiap akhir bulannya, atau lebih rendah 9,54% dari nilai aktualnya (4.971,64634).

Hal ini diartikan, ketika semua variabel bebas bernilai nol, maka harga rata-rata saham tertinggi alami ada pada saham Bank Danamon ($_B04--C$) dengan nilai sebesar 4.497,1519 (jumlah antara konstanta dengan koefisien $_B04--C$, yakni 874,5589 dan 3622,593).

Sebaliknya, ketika semua variabel bebas bernilai nol, maka harga rata-rata saham terendah alami ada pada saham Bank Internasional Indonesia ($_B06--C$) dengan nilai sebesar -59,0215 (jumlah antara konstanta dengan koefisien $_B06--C$, yakni 874,5589 dan -933,5804). Nilai -59,0215 terpaut jauh lebih rendah 317,98491 dari harga rata-rata saham Bank Internasional Indonesia setiap akhir bulannya, atau lebih rendah 122,79% dari nilai aktualnya (258,96341).

Pada tabel hasil regresi dengan menggunakan metode FEM, variabel dan koefisien FE pada period, nilai 1.432,6001 terpaut lebih rendah 260,99990 dari harga rata-rata saham rata-rata pada akhir bulan Januari 2008, atau lebih rendah 15,41% dari nilai aktualnya (1.693,6).

Hal ini diartikan, ketika semua variabel bebas bernilai nol, maka harga rata-rata saham tertinggi alami terjadi pada bulan Januari 2008 dengan nilai sebesar 1.432,6001 (jumlah antara konstanta dengan koefisien 2008M01--C, yakni 874,5589 dan 558,0412).

Sebaliknya, ketika semua variabel bebas bernilai nol, maka harga rata-rata saham terendah alami terjadi pada akhir bulan Agustus 2004 dengan nilai sebesar 354,0814 (jumlah antara konstanta dengan koefisien 2004M08--C, yakni 874,5589 dan -520,4775). Nilai 354,0814 terpaut jauh lebih rendah 376,41860 dari harga rata-rata saham pada akhir bulan Agustus 2004, atau lebih rendah 51,53% dari nilai aktualnya (730,5).

PENUTUP

Kesimpulan

Studi ini dilakukan untuk mengetahui dampak 5 kelompok indikator keuangan bank terhadap harga sahamnya, yakni ukuran rentabilitas, likuiditas, solvabilitas, skor prediksi kebangkrutan Altman, dan ukuran kesulitan keuangan lainnya. Berbagai kombinasi dari 5 kelompok indikator ini menghasilkan variabel sebanyak 29. Skor prediksi kebangkrutan Altman dinyatakan dalam huruf latin Z dengan 2 indikator, yakni Z dan Zb.

Ukuran rentabilitas dinyatakan dalam huruf latin r dengan 6 indikator, yakni *Net Interest Margin*, *Net Profit Margin*, *Operating Cost Ratio*, *Return on Asset*, *Return on Investment*, dan *Return on Equity*. Tiga indikator lainnya meliputi pendapatan operasional, beban operasional, dan total pendapatan (operasional dan non-operasional).

Ukuran likuiditas dinyatakan dalam huruf latin q dengan 13 indikator, yakni *Cash Ratio*; Likuiditas Wajib Minimum 1 dan 2; Giro Wajib Minimum (RR) 1 dan 2; *Call Money Ratio* 1, 2, dan 3; *Loan to Deposit Ratio* 1 dan 2; *Loan to Asset Ratio*, likuiditas jangka pendek (*current ratio*), dan *capital turn-over*.

Ukuran solvabilitas dan ukuran kesulitan keuangan lainnya dinyatakan dalam huruf latin s dengan 5 indikator, yakni utang, utang jangka panjang, *Debt to Equity Ratio*, *Long-term Debt to Asset Ratio*, dan beban finansial (DAR).

Data 20 bank yang bersifat *cross-section* dan memiliki rentang periodik yang cukup panjang, yakni 80 periode laporan keuangan bulanan, membuat metode analisis yang cocok dan tepat untuk menganalisis kondisi ini adalah dengan menggunakan teknik analisis data panel. Estimasi model data panel dilakukan dengan 3 pendekatan, yakni: *pooled least square* (PLS), model efek tetap (FEM), dan model efek acak (REM). Untuk mengetahui pilihan terbaik diantara ke-3 model tersebut, hasil uji Chow dan Hausman menyimpulkan bahwa metode FEM merupakan teknik analisis terbaik bagi hasil estimasi data panel dalam studi ini.

Table 1: Kesesuaian hasil estimasi dengan hipotesis dan teori

Kode Variabel	Koefisien	Hubungan	Hipotesis	Sesuai Teori
q6 Call Money Ratio 1	47.43979	–	–	✓
q1 Cash Ratio	0.961775	–	–	✓
s2 Utang jangka panjang	0.000150	–	⊕	✗
r1 Net Interest Margin	62.81598	⊕	⊕	✓
s4 Rasio utang jangka panjang thd aset	40.18300	⊕	⊕	✓
q7 Call Money Ratio 2	15.67266	⊕	–	✗
r3 Operating Cost Ratio	3.680484	⊕	–	✗
r7 Pendapatan Operasional	0.000372	⊕	⊕	✓
s1 Utang (debt)	9.72e-06	⊕	⊕	✓

Catatan:

1. Likuiditas berbanding terbalik dengan pendapatan. Pendapatan berjalan searah dengan harga saham.
2. Semakin besar utang (jangka panjang) suatu bank, semakin tinggi kredibilitas bank tersebut di mata pemberi pinjaman, semakin tinggi apresiasi investor terhadap harga saham bank tersebut.
3. Semakin besar porsi utang jangka panjang terhadap nilai aset suatu bank, semakin kecil modal dan utang jangka pendek bank tersebut, semakin tinggi apresiasi investor terhadap harga saham bank tersebut.

Dari 29 variabel bebas dalam persamaan yang ingin diestimasi, 3 variabel likuiditas (q), 3 variabel rentabilitas (r), dan 3 variabel solvabilitas (s) dan konstanta masing-masingnya memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembentukan variabel terikat harga saham pada $\alpha=5\%$. Sembilan variabel yang dimaksud adalah q1, q6, q7, r1, r3, r7, s1, s2, dan s4. Per definitif, variabel yang dimaksud adalah *cash ratio*, *call money ratio 1 dan 2*, *net interest margin*, *operating cost ratio*, pendapatan operasional, utang (*debt*), utang jangka panjang, dan rasio utang jangka panjang terhadap aset.

Saran

Walau pengumpulan data dan penghitungan variabel dilakukan dengan seteliti dan seakurat mungkin, beberapa kekurangan dan kesalahan bersifat mutlak dan relatif. Kekurangan mutlak terletak pada ketiadaan semua data pada satu periode atau pada beberapa bagian dari laporan keuangan saja.

Perubahan pada sistem akuntansi yang dipaksakan mendadak oleh otoritas moneter di Indonesia tidak seharusnya menihilkan bagian laporan kualitas aset produktif di keseluruhan periode. Ketidakkonsisten otoritas moneter juga sangat nampak pada tiadanya metode atau pedoman untuk menyesuaikan perbedaan sistem pelaporan akuntansi perbankan untuk kepentingan pihak lain di luar industri perbankan.

Banyak *item* yang lama dihilangkan tanpa kejelasan pemindahan atau penghapusan. Di sisi lain, banyak *item* yang baru dimunculkan tanpa kejelasan dari mana asal datanya pada masa lalu. Akibatnya, pemaksaan sistem *balanced-panel data* pada teknik analisis dalam penulisan ini memperlihatkan kesemuan data yang cacat integritasnya.

Indikator kesulitan finansial dan prediksi kebangkrutan suatu bank akan lebih baik dilakukan bila berdasarkan usia aset finansial di satu sisi dan usia utang di sisi lain. Data ini biasanya terdapat pada laporan keuangan bank triwulanan. Studi lanjutan perlu dilakukan demi menggantikan ketidakrelevanan dan keusangan variabel dan/atau indikator Z-Score Altman dalam memprediksi kebangkrutan suatu bank.

Tulisan ini akan menjadi lebih aktual dan mutakhir ketika prognosa awal pasca analisis studi terdahulu yang terkait bisa ditutupi, yakni belum dimasukkannya variabel harga relatif daripada saham seperti yang dinyatakan dalam beberapa variabel berikut, antara lain PER, EPS, DPS, PBV, PCF, DCF, dan DDM. Deviden dan arus kas tidak dilaporkan ke publik per bulan, kecuali per kuartal dan tahunan.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Rawi, Khalid, Raj Kiani, and Rishma R Vedd. 2008. The Use Of Altman Equation For Bankruptcy Prediction In An Industrial Firm (Case Study). *International Business & Economics Research Journal*. Vol.7, No.7.
- Altman, Edward I. 1968. Financials Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *Journal of Finance*. 23 (4).
- Ardiani, Anita. 2007. Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Perubahan Harga Saham pada Perusahaan Perbankan di Bursa Efek Jakarta, Skripsi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang.
- Bank Indonesia. 2010. *Dinamika Transformasi Pengawasan Bank di Indonesia*, Jakarta.
- Bank Indonesia. 2010. *Krisis Global dan Penyelamatan Sistem Perbankan Indonesia*, Jakarta.
- Bank Indonesia. 2010. *Menyingkap Tabir Seluk Beluk Pengawasan Bank*, Jakarta.
- Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers. 1991. *Principles of Corporate Finance*, ed.4, New York: McGraw-Hill.
- Chen, K.H. and Thomas A. Shimerda. 1981. An Empirical Analysis of Useful Financial Ratios. *Financial Management*. Spring, v10(1), 51-60.
- Coleman, Robert D. 2006. *Evolution of Stock Pricing*, mba1971.hbs.edu.
- Dugan, M.T. and Christine V. Zavgren. 1989. How a Bankruptcy Model Could be Incorporated as an Analytical Procedure. *The CPA Journal*. v59(5), 64-65.
- Ginting, Ramlan, et al. 2012. *Kodifikasi Peraturan Bank Indonesia, Kelembagaan, Penilaian Tingkat Kesehatan Bank, Pusat Riset dan Edukasi Bank Sentral (PRES)*. Bank Indonesia, Jakarta
- Gompers, Paul A., Joy L. Ishii, and Andrew Metrick. 2003. *Corporate Governance and Equity Prices*.
- Irmayanto, Juli, et al. 2007. *Bank dan Lembaga Keuangan*, Jakarta: Penerbit Universitas Trisakti.
- Judijanto, Loso and E.V. Khmaladze. 2003. Analysis of Bank Failure Using Published Financial Statements: The Case of Indonesia (Part 1). *Journal of Data Science*. Vol.1 No.2.
- Judijanto, Loso and E.V. Khmaladze. 2003. Analysis of Bank Failure Using Published Financial Statements: The Case of Indonesia (Part II). *Journal of Data Science*. Vol.1 No.3.
- Kusumastuti, Sri Yani. 2008. *Model Regresi Data Panel*. Jakarta: Universitas Trisakti.
- Levy, Robert A. 1966. Conceptual Foundations of Technical Analysis. *Financial Analyst Journal*. 22 (4).
- Peraturan Bank Indonesia No.10/15/PBI/2008 tentang Kewajiban Penyediaan Modal Minimum Bank Umum tertanggal 24.09.2008.
- Peraturan Bank Indonesia No.9/13/PBI/2007 tentang Kewajiban Penyediaan Modal Minimum Bank Umum dengan Memperhitungkan Risiko Pasar.
- Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang No.1/1998 tentang Perubahan atas Undang-Undang tentang Kepailitan (Perppu No.1/1998).

- Perlakuan Akuntansi dan Pelaporan Saham, <http://gurumuda.com/bse/perlakuan-akuntansi-dan-pelaporan-saham>
- Ratio Analysis and Bankruptcy Detection, 19.11.2003. <http://ocw.mit.edu/courses/sloan-school-of-management/15-535-business-analysis-using-financial-statements-spring-2003/lecture-notes/class16.pdf>
- Reilly, Frank K. and Keith C. Brown. 1997. *Investment Analysis and Portfolio Management*, ed.5, Fort Worth, Tx: Dryden Press.
- Shleifer, A. 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford: Oxford University Press.
- Somoye, Russell Olukayode Christopher, Ishola Rufus Akintoye, Jimoh Ezekiel Oseni. 2009. Determinants of Equity Prices in the Stock Markets, *International Research Journal of Finance and Economics. EuroJournals*. 30.
- Sori, Zulkarnain Muhamad dan Hasbullah Abd Jalil. 2009. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Distress. *Journal of Money, Investment and Banking*, 11.
- Sugiarti, Yenny dan Suyanto. 2007. Pengaruh Informasi Keuangan (Book Value, Earnings Per Share) terhadap Harga Saham Perusahaan Perbankan. *Akuntansi dan Teknologi Informasi*. Vol.6, No.2.
- The Balance Sheet: Stockholders' Equity, http://www.cliffsnotes.com/study_guide/The-Balance-Sheet-Stockholders-Equity.topicArticleId-21248,articleId-21196.html
- Widayani, Indri Astuti. 2005. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Profitabilitas Perbankan Periode 2000 – 2002 (Studi Empiris: Bank Umum di Indonesia), Tesis, Program Studi Magister Manajemen, Program Pasca Sarjana, Universitas Diponegoro, Semarang.