

**THE PREDICTION OF BANKING STOCKS BOOK VALUE  
IN 2012 USING PRICING MULTIPLE MODELS  
AN EMPIRICAL STUDY ON BANKING STOCKS IN  
INDONESIA STOCK EXCHANGE**

**Sodikun<sup>1)</sup>, A D Marsono<sup>1)</sup>**

E-mail : [admarsono@perbanasinstitute.ac.id](mailto:admarsono@perbanasinstitute.ac.id)

<sup>1)</sup>Department of Economics and Business  
Perbanas Institute

**ABSTRACT**

*The aims of this research are to estimate or predict the book value of banking stock; evaluate banking performance and their equity growth. Price multiple models and an analysis of book value to – book multiple are used in order to predict the book value per share. The condition of macro economy, SBI rate, coupon rate of government bond are used to forecast the financial reports 2012-2016 periods. The prediction of book value per share then compare to the market price on daily basis. The Tobin – q model is used to evaluate the banking performances. The data used in this research are the published financial reports 2007 – 2011 periods. We find that: the average growth rate of equity book value is more than 20% per year; positive abnormal return, and the banking industry has a good performance.*

**Keywords:** *equity book value, abnormal return, growth rate, stock price.*

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan untuk memprediksi nilai buku per lembar saham bank-bank yang terdaftar di bursa efek Indonesia. Di samping itu, penelitian ini ditujukan untuk mengukur kinerja perbankan, dan pertumbuhan ekuitasnya. Model *price multiple* dan analisis *book value to-book multiple* digunakan untuk memprediksi nilai buku per lembar saham. Proyeksi laporan keuangan dibuat untuk periode 2012 – 2016 dengan mempertimbangkan prediksi kondisi makro Indonesia, tingkat bunga SBI, kupon obligasi pemerintah. Prediksi nilai buku per lembar saham kemudian dibandingkan dengan harga pasar pada hari yang sama, dan Tobin-q model digunakan untuk mengukur kinerja emiten (perbankan). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan periode 2007-2011. Hasilnya yang diperoleh: tingkat pertumbuhan nilai buku ekuitas per lembar saham rata-rata 20%, terdapat positif abnormal ROE untuk semua sample dalam penelitian ini, dan perbankan Indonesia menunjukkan kinerja yang baik (nilai Tobin-q > 1.).

Kata kunci: nilai buku ekuitas, abnormal return, pertumbuhan, harga saham.

## 1. Latar Belakang Penelitian

Saat ini perekonomian negara-negara di Eropa memang tengah didera badai krisis. Namun, kalangan pengusaha meyakini krisis Eropa itu tidak berpengaruh banyak ke Indonesia. Ekspor Indonesia turun, tapi kecil dan jangka pendek saja, karena ketergantungan kita juga kecil. Namun sebagai antisipasi terhadap krisis tersebut Bank Indonesia mengoreksi target pertumbuhan ekonomi Indonesia pada 2012 dari 6,7 persen menjadi 6,3 persen akibat krisis global. "Sektor konsumsi yang porsinya mencapai 65,8 persen tetap akan menjadi pendukung utama pertumbuhan ekonomi Indonesia," kata Deputy Gubernur BI, Halim Alamsyah di Jakarta, Rabu, 30 November 2011. Penurunan permintaan dan harga komoditas di pasar global akan membuat inflasi menurun. Laju inflasi 2011 dan 2012 diperkirakan mencapai 4,7 persen dan 4,9 persen, atau sesuai dengan target inflasi BI. Namun BI mewaspadai ancaman kenaikan inflasi 2012 akibat kenaikan tarif dasar listrik (TDL) dan pembatasan subsidi Bahan Bakar Minyak (BBM). Bagaimana dampaknya terhadap industri perbankan Indonesia?

Ketahanan industri perbankan Indonesia terhadap krisis saat ini jauh lebih baik ketimbang saat krisis 2008 lalu, dengan rasio kredit bermasalah (*non performing loan/NPL*) yang jauh lebih kecil. Dibandingkan perbankan negara lain, rasio NPL, misalnya saat krisis 2008 mengalami kenaikan tidak sampai lebih dari 2% dibanding negara lain. Hal utama yang menumbuhkan optimisme ketahanan industri perbankan menghadapi krisis adalah pendanaan terbesar masih berasal dari dana pihak ketiga (DPK) namun dari dalam negeri, bukan berasal dari pinjaman luar negeri.

Optimisme positif tergambar juga di Bursa Efek Indonesia dimana terjadi

penguatan saham-saham perbankan, pada perdagangan pada akhir Juni 2010, telah menyokong indeks harga saham gabungan bergerak naik di awal perdagangan. Pernyataan Bank Indonesia bahwa bank-bank nasional bisa menyalurkan kredit dengan baik seiring pertumbuhan ekonomi yang positif, telah memicu aksi beli terhadap saham-saham perbankan. Bank Indonesia kembali merilis data terbaru statistik bulanan mengenai perkembangan perbankan di Indonesia. Berdasarkan data statistik tersebut, sebanyak sepuluh bank papan atas menguasai 63,5 % pangsa pasar aset perbankan nasional. Posisi teratas masih dipegang oleh Bank Mandiri yang menguasai pangsa aset sebesar 13,76 % dari total aset perbankan di Indonesia memiliki aset Rp 371,67 triliun. Komposisi saham pemerintah tercatat 66,7 persen dan publik sebanyak 33,3 persen. Hingga Juni 2010. BRI yang menempati posisi kedua memiliki aset Rp 306,7 triliun. BCA yang menduduki posisi ketiga memiliki aset Rp 305,16 triliun. Ini adalah bank swasta terbesar yang dikendalikan oleh Grup Djarum.

## 2. Masalah Penelitian

Selain dapat dinilai dengan kinerja keuangan (kinerja interen), dari sudut pandang eksteren, kinerja bank-bank dapat dilihat dari pergerakan indeks harga saham dan jumlah dividen yang dibagikan. Artikel ini membahas kinerja perbankan dilihat dari dinamika nilai buku saham yang diyakini akan mempengaruhi pergerakan harga saham perbankan.

Permasalahan yang dibahas dalam artikel ini meliputi:

1. Bagaimana kinerja dalam bentuk *Return on Equity (ROE)* dan pertumbuhan ekuitas pemegang saham dari bank-

bank konvensional sepanjang tahun 2007 sampai 2011?

2. Berapakah prediksi *book value of stocks* bank-bank konvensional pada tahun 2012?
3. Jika dibandingkan dengan indeks harga saham di Bursa Efek Indonesia apakah saham bank-bank konvensional pada tahun 2012 dalam keadaan *undervalued*, *fairly valued*, atau *overvalued*?

### 3. Hasil Penelitian Sebelumnya

Sriwardany (2006) meneliti tentang pengaruh pertumbuhan dengan harga saham, pengaruh pertumbuhan dengan kebijakan struktur modal, dan pengaruh kebijakan struktur modal terhadap harga saham industri manufaktur. Hasil penelitian tersebut adalah:

1. Informasi mengenai pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh terhadap harga saham.
2. Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan struktur modal.
3. Kebijakan struktur modal mempunyai pengaruh negatif terhadap perubahan harga saham.

Secara empiris terbukti bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh terhadap harga saham.

Nazwirman (2008), melakukan penelitian tentang keterkaitan antara penilaian harga saham dan *price earnings ratio* (PER) dengan objek penelitian pada Industri Makanan dan Minuman. Nazirwan menyebutkan bahwa saham yang layak dibeli adalah saham yang mempunyai PER pasar lebih rendah dari *earnings* minimal yang diinginkan. Saham dengan tingkat *earnings* PER pasar yang lebih rendah berarti mempunyai tingkat *earnings* yang lebih tinggi dari *earnings* minimal

yang diinginkan. Metode penilaian saham dengan PER ini sangat populer dan EPS dapat dengan mudah diperoleh karena setiap perusahaan terbuka menerbitkan laporan tentang EPS-nya. Penilaian saham hanya ditentukan oleh *earnings*. Kelemahan yang ada pada *earnings* secara akuntansi menjadi penyebab kelemahan di metode ini. Besarnya *earnings* suatu perusahaan sangat dipengaruhi oleh pemakaian metode akuntansi, sehingga penilaian kinerja dengan *earnings* bisa menyesatkan.

Alfhatimiy (2011), melakukan penelitian tentang efisiensi bank yang didasarkan pada hubungan antara nilai pasar, nilai buku, dan *earnings*. Alfhatimiy ingin mengetahui apakah nilai buku, *earnings*, komponen-komponen *earnings*, efisiensi, risiko kredit, dan risiko kebangkrutan berhubungan dengan harga saham. Dari hasil penelitiannya, Alfhatimiy menemukan bahwa secara simultan nilai buku, *earnings*, komponen-komponen *earnings*, efisiensi, risiko kredit, dan risiko kebangkrutan berhubungan secara positif dengan harga saham. Namun secara parsial, hanya nilai buku yang mempunyai korelasi positif dengan harga pasar saham.

Seperti pada penelitian Sriwardany, penggunaan *earnings* dan komponen-komponennya sebagai ukuran kinerja suatu perusahaan mempunyai kelemahan prinsipil.

### 4. Valuasi Nilai Buku Saham

Di dalam praktik, valuasi nilai buku saham secara umum dapat dilakukan dengan 2 (dua) cara, yaitu (1) dengan cara estimasi yang berdasarkan pada angka kelipatan (*multiple*) dan (2) dengan cara menentukan nilai sekarang dari laba masa depan, dividen masa depan, atau arus kas masa depan. Penilaian yang didasarkan pada kelipatan kenaikan harga secara luas

digunakan oleh analisis. Alasan utama dari popularitas ini adalah kesederhaan. Tidak seperti metode *discounted earnings*, *discounted dividend*, atau *discounted cash flow*, metode-metode ini tidak menggunakan estimasi angka kelipatan tahunan yang terinci tentang suatu variasi parameter, termasuk pertumbuhan, profitabilitas dan biaya modal. Menurut Palepu (2004), valuasi yang menggunakan angka kelipatan meliputi tahap-tahap berikut:

- Memlih suatu ukuran kinerja atau nilai sebagai basis untuk perhitungan angka kelipatan (*multiple*).
- Mengestimasi angka kelipatan untuk perusahaan-perusahaan yang sebanding dengan menggunakan ukuran kinerja atau nilai.
- Menerapkan angka kelipatan untuk perusahaan-perusahaan yang sebanding untuk mengukur kinerja atau nilai dari perusahaan yang dianalisis.

*Price Multiple* adalah suatu cara untuk membandingkan penilaian saham suatu perusahaan dari waktu ke waktu, terhadap perusahaan yang sejenis atau pasar secara keseluruhan. *Price multiple* adalah kelipatan rasio kapitalisasi pasar

saham berdasarkan nilai buku ekuitas pemegang saham, penjualan atau laba bersih. Investor biasanya lebih akrab dengan harga saham bukan kapitalisasi pasar (pangsa saham beredar dikalikan dengan harga) dasar-dasar akuntansi sering dikonversi ke basis per saham ketika menggunakan kelipatan harga.

Valuasi nilai buku per lembar saham suatu perusahaan dengan *Price Multiple Model* merupakan fungsi dari tiga faktor yaitu: (1) *Abnormal ROE* masa depan, (2) biaya modal, dan (3) pertumbuhan nilai buku ekuitas.

**a. Return On Equity (ROE)**

Rasio ini digunakan untuk mengukur kinerja manajemen bank dalam mengelola modal yang tersedia untuk menghasilkan laba setelah pajak. Semakin besar ROE, semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai bank sehingga kemungkinan suatu bank dalam kondisi bermasalah semakin kecil. Selanjutnya, kenaikan tersebut akan menyebabkan kenaikan harga saham bank. ROE dapat dihitung dengan rumus:

$$ROE = \text{Laba Setelah Pajak} \div \text{Nilai Buku Ekuitas} \dots\dots\dots (1)$$

**b. Abnormal ROE**  
*Abnormal ROE* didefinisikan sebagai ROE yang dikurangi

dengan biaya modal atau dapat dihitung dengan rumus:

$$Abnormal ROE = ROE - \text{Biaya Modal} \dots\dots\dots (2)$$

Perusahaan yang memiliki *abnormal ROE* positif dapat menggunakan *abnormal ROE*-nya untuk menciptakan nilai tambah bagi pemegang saham sekaligus mempunyai rasio

harga pasar terhadap nilai buku yang lebih tinggi dari perusahaan lain, demikian juga sebaliknya.

**c. Biaya Modal**

Biaya modal (*cost of capital*) merupakan biaya yang harus dikeluarkan atau dibayar oleh perusahaan untuk mendapatkan modal yang digunakan untuk

investasi perusahaan. Rumus untuk menghitung biaya utang jangka panjang dan biaya ekuitas pemegang saham adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Biaya Utang Jangka Panjang}(kd) &= \text{Tingkat Kupon Obligasi} \times (1 - \text{tarif pajak}) \\ &= kd \times (1 - \text{tarif pajak}) \end{aligned} \quad \dots\dots\dots (3)$$

Biaya Ekuitas Pemegang Saham (*ke*) = *Return* dari aset bebas risiko + Premi risiko pasar

$$r_s = r_f + \beta_s (r_m - r_f) \quad \dots\dots\dots (4)$$

dimana:

$r_s$  = *returns* saham yang diharapkan  
 $r_f$  = imbal hasil bebas risiko

$\beta_s$  = beta saham  
 $r_m$  = imbal hasil (*return*) pasar.

**d. Biaya Modal Rata-Rata Terimbang (*Weighted Average Cost of Capital/WACC*)**

WACC dapat dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$\text{WACC} = [(D/D+E) \times kd \times (1 - \text{Tax}) + (E/D+E) \times ke] \quad \dots\dots\dots (5)$$

Keterangan:

WACC= Rata-rata tertimbang biaya modal  
 D= Jumlah utang jangka panjang  
 E= Jumlah ekuitas pemegang saham  
 Kd= Biaya modal atas utang jangka panjang  
 Ke= Biaya modal atas ekuitas pemegang saham  
 Tax= Tarif pajak penghasilan.

Pertumbuhan perusahaan adalah kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukurannya (aset, ekuitas, laba, penjualan), dan nilai Tobin-q (alat ukur pertumbuhan perusahaan). Perusahaan dapat dikatakan tumbuh jika mempunyai nilai Tobin-q lebih besar atau sama dengan 1, dan dikatakan tidak tumbuh jika mempunyai nilai Tobin-q lebih kecil dari 1. Nilai Tobin-q dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

**e. Pertumbuhan Ekuitas**

$$\text{Tobin-q} = \frac{\text{Total Debt} + (\text{Outstanding Share} \times \text{Closing Price})}{\text{Book Value of Assets}} \quad \dots\dots\dots(6)$$

Keterangan:

*Total Debt*=Jumlah utang perusahaan per 31 Desember  
*Outstanding Share*=Jumlah saham yang beredar per 31 Desember

*Closing Price*=Harga penutupan saham per 31 Desember  
*Book Value Assets*=Nilai buku aset per 31 Desember.

Pertumbuhan ekuitas adalah selisih antara ekuitas pemegang saham periode berjalan dengan ekuitas pemegang saham periode sebelumnya dibagi

ekuitas pemegang saham periode sebelumnya, atau dapat dihitung dengan rumus berikut ini.

$$gbveI = \frac{BVE\ i - BVE\ i-1}{BVE\ i-1} \dots\dots\dots (7)$$

Keterangan:  
*gbve I*= pertumbuhan ekuitas pemegang saham pada tahun ke *i*  
*BVE I*= nilai buku ekuitas pemegang saham pada tahun ke *i*  
*BVE i-1*= nilai buku ekuitas pemegang saham pada tahun ke *i-1*.

**5. Kerangka Pemikiran**

Nilai buku saham suatu bank konvensional dengan *Price Multiple Model* dapat dilakukan dari 2 (dua) sudut pandang, yaitu sudut pandang interen dan eksteren perusahaan. Penilai saham dari interen perusahaan dilakukan dengan dasar nilai buku ekuitas pemegang saham yang dapat diturunkan dari laporan posisi keuangan perusahaan. Selain itu, untuk memprediksi nilai buku per lembar saham suatu perusahaan juga memerlukan data dari laporan laba rugi, seperti laba.

Prediksi nilai buku saham bank konvensional dilakukan dengan mengalikan proyeksi nilai buku ekuitas pemegang saham awal periode dengan angka kelipatan harga. Dari perkalian ini akan diperoleh estimasi nilai buku saham bank konvensional. Untuk mengetahui hasil prediksi nilai buku per lembar saham bank konvensional estimasi nilai buku saham suatu bank konvensional dibagi dengan jumlah saham yang beredar dari bank tersebut.

Analisis saham secara eksteren dilakukan dengan menggunakan data indeks harga pasar saham dari Bursa Efek Indonesia. Indeks harga saham yang digunakan adalah harga penutupan (*closing price*) pada awal suatu periode fiskal. Perbandingan harga penutupan saham dengan estimasi nilai buku per lembar saham, maka akan dapat ditentukan posisi saham suatu perusahaan apakah *undervalued*, *fair valued*, dan *overvalued*.

Bagi seorang investor, posisi saham yang *undervlued* terjadi jika indeks harga saham lebih rendah dari pada nilai buku per lembar saham, *fairly valued* jika indeks harga saham sama dengan nilai buku per lembar saham, dan *overvalued* jika indeks harga saham lebih tinggi dari nilai buku. Informasi saham bank-bank konvensional ini dapat digunakan oleh investor sebagai salah satu data dalam pengambilan keputusan untuk menjual, menahan, atau membeli saham bank-bank tersebut.

**6. Metode Penelitian**

Ukuran kinerja dan nilai buku ekuitas masa depan diprediksi untuk beberapa tahun ke depan. Untuk memprediksi kinerja dan nilai buku ekuitas 5 (lima) tahun yang akan datang paling tidak dibutuhkan 5 (lima) tahun laporan keuangan historis. Hasil valuasi ini dibandingkan dengan harga pasar saham bank-bank tersebut pada waktu yang sama. Secara interen kinerja bank-bank tahun 2012 dapat diketahui melalui nilai buku per lembar saham bank-bank konvensional 2012, sedangkan secara

eksteren dapat dilihat dari harga pasar atau indeks saham bank-bank tersebut di BEI dalam periode yang sama.

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode analisis deskriptif, di mana berdasarkan nilai buku ekuitas awal tahun 2012 yang disesuaikan dengan suatu angka kelipatan harga tahun 2012 akan diperoleh prediksi nilai buku saham dari objek penelitian. Apabila prediksi nilai buku saham dibagi dengan jumlah saham yang beredar, maka nilai buku per lembar saham tahun 2012 yang diprediksikan dapat diketahui.

#### a. Populasi dan Sampel

Populasi dari penelitian ini adalah bank-bank konvensional Indonesia sebanyak 112. Sample dipilih dengan purposive random sampling, dengan kriteria sebagai berikut:

- Bank yang memenangkan penghargaan sebagai bank dengan kinerja terbaik menurut ABFI Award tahun 2011.
- Tercatat di Bursa Efek Indonesia, dan aktif diperdagangkan.
- Memiliki laporan keuangan yang dipublikasikan secara rutin pada periode 2007 – 2011.

Bank yang menjadi sampel terpilih berjumlah 8 (delapan) bank, adalah:

1. Bank BRI, Tbk
2. Bank Mandiri, Tbk
3. Bank BNI, Tbk
4. Bank Danamon Indonesia, Tbk
5. Bank BCA, Tbk
6. Bank CIMB Niaga, Tbk
7. Bank BTPN, Tbk
8. Bank Saudara, Tbk.

#### b. Teknik Pengumpulan dan Analisis Data

Indikator kinerja yang diukur dalam penelitian ini adalah ROE saham bank-bank konvensional tahun 2012. Kinerja bank-bank ini diukur dari dua sudut pandang, yaitu kinerja saham secara interen dan kinerja secara

eksteren. Secara interen kinerja bank-bank konvensional dinilai dari nilai buku per lembar saham awal tahun 2012, sedang secara eksteren dari indeks harga saham bank-bank konvensional awal tahun 2012 di bursa. Jenis data yang dipergunakan adalah data sekunder yaitu: laporan keuangan bank-bank konvensional tahun 2007 sampai 2011, suku bunga SBI selama tahun 2011, tingkat kupon obligasi negara posisi per 2 Februari 2012, premi risiko pasar di Indonesia, dan indeks saham bank-bank konvensional di BEI pada tanggal 2 Januari – 31 Januari 2012, dan data publikasi lainnya. Data sekunder ini diperoleh dengan cara mengunduh (*download*) dari internet dengan mengunjungi situs (*website*): *idx.co.id*; *bi.go.id*; *yahoo.Finance.com*; *gogle.co.id*, dan publikasi lainnya.

Prediksi nilai buku saham bank-bank konvensional tahun 2012 dilakukan menggunakan *Price Multiple Model* yang dilakukan dengan tahapan berikut.

1. Mengunduh laporan keuangan bank-bank konvensional (Bank BRI, Bank Mandiri, Bank BNI, Bank Danamon, Bank BCA, Bank BTPN, Bank CIMB Niaga, dan Bank Saudara) tahun 2007 sampai 2012.
2. Menentukan asumsi-asumsi dasar yang digunakan untuk penyusunan proyeksi laporan keuangan bank-bank konvensional tahun 2012 sampai 2016.
3. Penyusunan laporan keuangan proyeksi tahun 2012 sampai 2016.
4. Menghitung *abnormal ROE*, yaitu ROE dikurangi dengan biaya bunga tahun 2012 sampai 2016.
5. Menghitung *abnormal ROE* yang ditimbang dengan pertumbuhan nilai buku ekuitas untuk tahun 2012 sampai 2016.
6. Menghitung nilai sekarang dari *abnormal ROE* yang ditimbang dengan pertumbuhan nilai buku

- ekuitas untuk tahun 2012 sampai 2016.
7. Menghitung nilai sekarang dari *abnormal ROE* yang ditimbang dengan pertumbuhan nilai buku ekuitas kumulatif untuk tahun 2012 sampai 2016
  8. Menghitung prediksi nilai buku per lembar saham bank-bank obyek penelitian tahun 2012.
  9. Menentukan posisi saham bank-bank obyek penelitian tahun 2012, apakah *undervalued*, *farly valued*, atau *overvalued*.

## 7. Hasil Penelitian

### 7.1. Asumsi – asumsi

Proses perhitungan estimasi angka kelipatan harga dilandasi oleh suatu asumsi pertumbuhan ekonomi makro Indonesia tahun 2012. Pemerintah melalui Kepala Badan Kebijakan Fiskal Kementerian Keuangan pada tanggal 15 Maret 2012 menjelaskan asumsi-asumsi ekonomi makro Indonesia tahun 2012, adalah sebagai berikut.

- a. Pertumbuhan ekonomi adalah 6,3 – 6,7 persen
- b. Angka pertumbuhan investasi diproyeksikan sebesar 10,9 persen
- c. Laju inflasi maksimal 7 persen
- d. Nilai tukar pada kisaran Rp8.900-9.100 per dolar A.S.
- e. Suku bunga Surat Perbendaharaan Negara (SPN) 3 bulan disepakati 4,5 – 5,5 persen
- f. Harga minyak mentah Indonesia 115 dolar AS per barel.

Selain itu untuk perhitungan estimasi angka kelipatan harga tahun 2012 juga perlu beberapa asumsi dasar sebagai berikut.

- a. Pertumbuhan perusahaan (bank) dapat ditentukan dengan menggunakan *Tobin-q Model*.
- b. Pertumbuhan ekuitas pemegang saham didasarkan atas rata-rata

- pertumbuhan 4 (empat) tahun terakhir.
- c. Kinerja bank diukur dengan ROE.
  - d. Biaya modal yang digunakan dalam memprediksi nilai buku per lembar saham adalah rata-rata tertimbang biaya modal (WACC) untuk 4 (tahun) terakhir. WACC juga dipergunakan sebagai faktor diskonto.
  - e. Premi risiko pasar Indonesia adalah Imbal Hasil Pasar Saham Indonesia (Rm) yang diperoleh dari pertumbuhan IHSG tahun 2007 – 2011.
  - f. Tarif pajak penghasilan yang dipergunakan dalam analisis ini adalah 35%.

### 7.2 Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan bank-bank obyek penelitian dapat diketahui dengan 2 (dua) indikator, yaitu: nilai Tobin-q dan pertumbuhan ekuitas pemegang saham. Perhitungan nilai Tobin-q dapat dilihat pada persamaan (6) dan pertumbuhan ekuitas saham pada persamaan (7) di atas. Berdasarkan laporan keuangan historis tahun 2007 sampai 2011, diketahui bahwa kedelapan bank mengalami pertumbuhan perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari rata-rata nilai Tobin-q selama 5 tahun adalah di atas 1, hasil perhitungan nilai Tobin-q tahun 2007 sampai 2011 untuk bank-bank obyek penelitian adalah sebagai berikut.

Nilai Tobin-q dapat memberi indikasi pertumbuhan perusahaan, namun demikian besaran pertumbuhan perusahaan tidak dapat dilihat dari nilai Tobin-q. Perusahaan yang mempunyai nilai Tobin-q lebih besar dari 1,00 atau 1,00 adalah perusahaan yang tumbuh, dan lebih kecil dari 1,00 adalah perusahaan yang tidak tumbuh. Nilai tertinggi dicapai oleh bank BCA 1,35 kemudian disusul bank BRI 1,32 dan bank Danamon 1,23.

Tabel 1  
 Nilai Tobin-q dan Pertumbuhan Ekuitas  
 Tahun 2007 – 2011

| No. | Nama Bank            | Nilai Tobin-q Rata-Rata 5 Tahun | Keterangan | Pertumbuhan Ekuitas Rata-Rata 4 Tahun |
|-----|----------------------|---------------------------------|------------|---------------------------------------|
| 1   | Bank BRI, Tbk        | 1,32                            | Tumbuh     | 27%                                   |
| 2   | Bank Mandiri, Tbk    | 1,10                            | Tumbuh     | 22%                                   |
| 3   | Bank BNI, Tbk        | 1,08                            | Tumbuh     | 25%                                   |
| 4   | Bank Danamon, Tbk    | 1,23                            | Tumbuh     | 26%                                   |
| 5   | Bank BCA, Tbk        | 1,35                            | Tumbuh     | 20%                                   |
| 6   | Bank CIMB Niaga, Tbk | 1,06                            | Tumbuh     | 19,8%                                 |
| 7   | Bank BTPN, Tbk       | 1,15                            | Tumbuh     | 49%                                   |
| 8   | Bank Saudara, Tbk    | 1,10                            | Tumbuh     | 28%                                   |

Sumber: perhitungan penulis

Nilai Tobin-q Bank Mandiri secara rata-rata lebih kecil dari Bank BTPN, bukan berarti nilai pertumbuhan BTPN lebih besar dari Mandiri jika dilihat dari perkembangan asetnya. Tingginya nilai Tobin-q BTPN disebabkan adapertumbuhan ekuitas BTPN yang signifikan mencapai 49% (masuknya investor baru dan *stock split* yang dilakukan selama periode penelitian) sementara bank Mandiri hanya 22%.

Pertumbuhan nilai buku ekuitas dapat digunakan untuk menunjukkan pertumbuhan perusahaan yang dicapai pada suatu periode. Dari kedelapan bank, tujuh bank mengalami pertumbuhan perusahaan di atas 20%, kecuali Bank CIMB Niaga yang mengalami pertumbuhan ekuitas sedikit di bawah 20%. Perkembangan pertumbuhan ekuitas pemegang saham bank-bank obyek penelitian dari tahun 2007 sampai 2011.

### 7.3 Estimasi Angka Kelipatan Harga Tahun 2012

Laporan keuangan proyeksi periode tahun 2012 sampai 2016 dijadikan dasar bagi perhitungan angka kelipatan harga tahun 2012, terutama untuk perhitungan estimasi ROE dan biaya modal rata-rata tertimbang (WACC) tahun 2012. Dari

proyeksi nilai buku dan estimasi WACC, dapat ditentukan *abnormal* ROE. Prediksi laporan keuangan 2012-2016 didasarkan pada asumsi-asumsi ekonomi makro dan asumsi dasar seperti yang disebutkan di atas.

Prediksi nilai buku per lembar saham bank-bank obyek penelitian sangat tergantung pada estimasi angka kelipatan harga. Jika angka kelipatan harga dapat diestimasi dengan tepat, maka hasil estimasi nilai buku per lembar saham akan mendekati jumlah yang sebenarnya.

#### 7.3.1 Abnormal ROE

Rumus untuk menghitung *abnormal* ROE disajikan dalam persamaan (2) di atas. Perusahaan yang memiliki *abnormal* ROE positif mampu menginvestasikan aset bersihnya untuk menciptakan nilai bagi pemegang sahamnya dan mempunyai rasio harga pasar terhadap nilai buku yang lebih tinggi dari pada perusahaan lainnya. Berdasarkan pada laporan keuangan proyeksi tahun 2012 -2016, maka diperoleh ROE, Biaya Modal, dan Abnormal ROE untuk awal 2012 seperti terlihat pada table berikut ini.

Tabel 2  
ROE, Biaya Modal, dan *Abnormal ROE* Awal 2012

| No. | Nama Bank            | <i>ROE</i> | Biaya Modal | <i>Abnormal ROE</i> |
|-----|----------------------|------------|-------------|---------------------|
| 1   | Bank BRI, Tbk        | 30,70%     | 2,73%       | 27,97%              |
| 2   | Bank Mandiri, Tbk    | 20,26%     | 2,67%       | 17,59%              |
| 3   | Bank BNI, Tbk        | 30,11%     | 2,49%       | 27,62%              |
| 4   | Bank Danamon, Tbk    | 13,35%     | 2,67%       | 10,68%              |
| 5   | Bank BCA, Tbk        | 24,86%     | 3,02%       | 21,84%              |
| 6   | Bank CINB Niaga, Tbk | 17,29%     | 2,76%       | 14,53%              |
| 7   | Bank BTPN, Tbk       | 24,92%     | 2,82%       | 22,10%              |
| 8   | Bank Saudara, Tbk    | 21,01%     | 2,77%       | 18,25%              |

Sumber: Perhitungan Penulis

*Abnormal ROE* tersebut kemudian dikalikan dengan pertumbuhan nilai buku ekuitas untuk menghasilkan *abnormal ROE* yang dibobot dengan (*scaled by*) pertumbuhan ekuitas. Pertumbuhan ekuitas difungsikan sebagai bobot atau timbangan pertama dalam mengestimasi angka kelipatan harga. Hasil perhitungan *abnormal ROE* yang ditimbang dengan pertumbuhan nilai buku ekuitas dapat dilihat pada Tabel 3.

### 7.3.2 Nilai Sekarang *Abnormal ROE* yang Ditimbang dengan Pertumbuhan

*Abnormal ROE* untuk setiap bank obyek penelitian bernilai positif yang artinya bahwa setiap bank tersebut diperkirakan menggunakan *abnormal ROE*-nya sebagai investasi dalam aktiva bersih untuk menciptakan nilai tambah bagi para pemegang sahamnya. *Abnormal ROE* bertambah dalam 5 (lima) tahun yang akan datang sesuai dengan pertumbuhan nilai buku ekuitasnya. Apabila *abnormal ROE* yang ditimbang dengan pertumbuhan nilai buku ekuitas didiskontokan dengan biaya modal maka akan diperoleh nilai sekarang *abnormal ROE* yang ditimbang dengan pertumbuhan. Hasil diskonto dari *abnormal ROE* yang ditimbang dengan pertumbuhan yang ditambah dengan 1 (satu) merupakan angka kelipatan harga (*price multiple*).

Perhitungan angka kelipatan harga disajikan pada Tabel 4.

Nilai *price multiple* tertinggi dimiliki oleh bank BRI (2,898) jauh mengungguli bank Mandiri (1,770), dan terendah dimiliki bank Danamon (1,567). Nilai tersebut menunjukkan bahwa bank-bank yang menjadi objek penelitian memiliki potensi pertumbuhan nilai buku ekuitas yang besar di masa mendatang, nilai *price multiple* di atas 1,000.

### 7.4 Estimasi Nilai Buku Per Lembar Saham Bank-Bank Obyek Penelitian

Estimasi nilai buku saham bank-bank obyek penelitian tahun 2012 ditentukan dengan mengalikan nilai buku ekuitas awal tahun 2012 dengan angka kelipatan harga. Dengan demikian, angka kelipatan harga merupakan pembobotan terakhir dari proses prediksi nilai buku per lembar saham karena nilai buku saham jika dibagi dengan jumlah saham yang beredar akan menghasilkan nilai buku per lembar saham. Estimasi angka kelipatan dan nilai buku saham ini disajikan pada Tabel 5.

Hasil perhitungan nilai buku saham tersebut menunjukkan bank-bank yang menjadi objek penelitian memiliki potensi yang sangat besar untuk memperoleh keuntungan di masa mendatang. Sebagai contoh, bank BRI yang memiliki nilai buku ekuitas di awal

tahun 2012 lebih dari Rp 49 triliun diprediksi dalam 5 (lima) tahun mendatang dapat meningkat menjadi lebih dari Rp 140 triliun. Bank Danamon di awal tahun 2012 memiliki

nilai buku ekuitas lebih dari Rp 25 triliun diprediksi dalam 5 (lima) tahun mendatang nilai buku ekuitasnya akan naik menjadi lebih dari Rp 40 triliun.

Tabel 3  
Abnormal ROE Awal yang Dibobot Dengan Pertumbuhan Ekuitas  
Tahun 2012 – 2016

| Nama Bank       | Abnormal ROE | (1 + Pertumbuhan Nilai Buku Ekuitas) |        |        |        |        | Kumulatif |
|-----------------|--------------|--------------------------------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
|                 |              | 2012                                 | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   |           |
| Bank BRI        | 0,2797       | 1,0000                               | 1,2700 | 1,5400 | 2,0800 | 2,3500 | 2,3047    |
| Bank Mandiri    | 0,1759       | 1,0000                               | 1,0420 | 1,0830 | 1,1250 | 1,1670 | 1,5604    |
| Bank BNI        | 0,2761       | 1,0000                               | 1,2500 | 1,5000 | 1,7500 | 2,0000 | 2,0707    |
| Bank Danamon    | 0,1068       | 1,0000                               | 1,2600 | 1,5200 | 1,7800 | 2,0400 | 0,8117    |
| Bank BCA        | 0,2261       | 1,0000                               | 1,1800 | 1,3600 | 1,5400 | 1,7200 | 2,6662    |
| Bank CIMB Niaga | 0,1453       | 1,0000                               | 1,2000 | 1,4000 | 1,6000 | 1,8000 | 0,7265    |
| Bank BTPN       | 0,2210       | 1,0000                               | 1,4900 | 1,9800 | 2,4700 | 2,9600 | 2,7337    |
| Bank Saudara    | 0,1825       | 1,0000                               | 1,2800 | 1,5600 | 1,8400 | 2,1200 | 2,9284    |

Sumber: Perhitungan Penulis

Tabel 4  
(Nilai Sekarang Abnormal ROE yang Ditimbang dengan Pertumbuhan) + 1  
Tahun 2012 – 2016

| Nama Bank       | Abnormal ROE Ditimbang Pertumbuhan | Nilai Sekarang Abnormal ROE Ditimbang Dengan Pertumbuhan Nilai Buku Kumulatif |       |       |       |       | Price Multiple |
|-----------------|------------------------------------|---|-------|-------|-------|-------|----------------|
|                 |                                    | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |                |
| Bank BRI        | 2,3047                             | 0,272   | 0,337 | 0,397 | 0,522 | 0,575 | 3,103          |
| Bank Mandiri    | 1,5604                             | 0,171   | 0,171 | 0,171 | 0,171 | 0,171 | 1,856          |
| Bank BNI        | 2,0707                             | 0,269   | 0,329 | 0,385 | 0,438 | 0,488 | 2,909          |
| Bank Danamon    | 0,8117                             | 0,104   | 0,128 | 0,150 | 0,171 | 0,191 | 1,744          |
| Bank BCA        | 2,6662                             | 0,219   | 0,256 | 0,289 | 0,321 | 0,351 | 2,436          |
| Bank CIMB Niaga | 0,7265                             | 0,141   | 0,165 | 0,188 | 0,209 | 0,228 | 1,931          |
| Bank BTPN       | 2,7337                             | 0,215   | 0,312 | 0,403 | 0,488 | 0,569 | 2,987          |
| Bank Saudara    | 2,9284                             | 0,178   | 0,221 | 0,262 | 0,301 | 0,337 | 2,299          |

Sumber: Perhitungan Penulis

Tabel 5  
Estimasi Angka Kelipatan Harga dan Nilai Buku Saham 2012

| No. | Nama Bank            | Nilai Buku Ekuitas Awal Tahun (Rp) | Angka Kelipatan Harga | Nilai Buku Saham (Rp) |
|-----|----------------------|------------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 1   | Bank BRI, Tbk        | 49.820.329.000.000                 | 3,103                 | 154.592.480.887.000   |
| 2   | Bank Mandiri, Tbk    | 62.654.408.000.000                 | 1,856                 | 116.286.581.248.000   |
| 3   | Bank BNI, Tbk        | 37.843.024.000.000                 | 2,909                 | 110.085.356.816.000   |
| 4   | Bank Danamon, Tbk    | 25.836.501.000.000                 | 1,744                 | 45.833.952.774.000    |
| 5   | Bank BCA, Tbk        | 40.247.256.000.000                 | 2,436                 | 102.378.600.240.000   |
| 6   | Bank CIMB Niaga, Tbk | 18.369.491.000.000                 | 1,931                 | 38.471.487.121.000    |
| 7   | Bank BTPN, Tbk       | 5.617.198.000.000                  | 2,987                 | 16.778.570.426.000    |
| 8   | Bank Saudara, Tbk    | 473.174.000.000                    | 2,299                 | 1.087.026.102.000     |

Sumber: Perhitungan penulis

Berdasarkan nilai buku saham bank obyek penelitian akan dapat diketahui prediksi nilai buku per lembar saham tahun 2012 dari suatu bank, yaitu dengan membagi nilai buku saham bank

tersebut dengan jumlah lembar saham yang beredarnya (lihat table 6). Terlihat bahwa nilai buku perlembar saham tertinggi dimiliki oleh bank BRI mencapai Rp6.330 dan terendah bank CIMB Niaga dengan nilai Rp1546.

Tabel 6  
Prediksi Nilai Buku Perlembar Saham

| No.      | Nama Bank            | Nilai Buku Saham (Rp) | Jumlah Lembar Saham | Nilai Buku Perlembar (Rp) |
|----------|----------------------|-----------------------|---------------------|---------------------------|
| <b>1</b> | Bank BRI, Tbk        | 154.592.480.887.000   | 24.422.470.000      | <b>6.330</b>              |
| <b>2</b> | Bank Mandiri, Tbk    | 116.286.581.248.000   | 23.100.000.000      | <b>5.034</b>              |
| <b>3</b> | Bank BNI, Tbk        | 110.085.356.816.000   | 18.462.110,000      | <b>5.963</b>              |
| <b>4</b> | Bank Danamon, Tbk    | 45.833.952.774.000    | 9.488.000.000       | <b>4.831</b>              |
| <b>5</b> | Bank BCA, Tbk        | 102.378.600.240.000   | 24.408.460.000      | <b>4.194</b>              |
| <b>6</b> | Bank CIMB Niaga, Tbk | 38.471.487.121.000    | 24.880.290.000      | <b>1.546</b>              |
| <b>7</b> | Bank BTPN, Tbk       | 16.778.570.426.000    | 5.606.980.000       | <b>2.992</b>              |
| <b>8</b> | Bank Saudara, Tbk    | 1.028.207.102.000     | 229.387.000         | <b>4.739</b>              |

Sumber: Perhitungan Penulis

## 8. Kesimpulan

Kinerja dan pertumbuhan ekuitas pemegang saham dari bank-bank konvensional sepanjang tahun 2007 sampai 2011 menunjukkan pertumbuhan yang luar biasa rata-rata di atas 20%.

Prediksi nilai buku saham bank bank konvensional pada tahun 2012,

menunjukkan bahwa perbankan Indonesia memiliki potensi pertumbuhan yang luar biasa karena nilai price multiplennya lebih besar dari 1,000. Jika bank-bank dikelola dengan baik sesuai dengan prinsip kehati-hatian, maka bukan tidak mungkin apa yang ditunjukkan dalam

nilai price multiple setiap bank dapat terwujud.

Nilai buku per lembar saham merupakan penilaian pihak internal bank. Proses estimasi nilai buku per lembar saham bank-bank konvensional Indonesia tahun 2012 menghasilkan informasi yang cukup penting bagi pihak-pihak yang berkepentingan, terutama bagi investor pemegang saham

bank (pihak eksternal). Dalam menghadapi fluktuasi harga saham investor harus mengambil keputusan. Hasil analisis penelitian dengan *Price Multiple Model* pada bank-bank obyek penelitian dapat memberikan informasi bagi investor. Tabel 7 berikut ini merupakan rekapitulasi hasil analisis penelitian.

Tabel 7  
Rekapitulasi Hasil Analisis Penelitian

| No. | Nama Bank           | Nilai Buku Per Lembar Saham (Rp) | Harga Saham (Rp) | Posisi bagi Investor |
|-----|---------------------|----------------------------------|------------------|----------------------|
| 1   | Bank BRI, Tbk       | 6.330                            | 6.800            | <i>Overvalued</i>    |
| 2   | Bank Mandiri, Tbk   | 5.034                            | 6.700            | <i>Overvalued</i>    |
| 3   | Bank BNI, Tbk       | 5.963                            | 3.825            | <i>Undervalued</i>   |
| 4   | Bank Danamon, Tbk   | 4.831                            | 4.050            | <i>Undervalued</i>   |
| 5   | Bank BCA, Tbk       | 4.194                            | 8.000            | <i>Overvalued</i>    |
| 6   | Bank CIMB Niaga Tbk | 1.546                            | 1.240            | <i>Undervalued</i>   |
| 7   | Bank BTPN, Tbk      | 2.992                            | 3.300            | <i>Overvalued</i>    |
| 8   | Bank Saudara, Tbk   | 4.739                            | 245              | <i>Undervalued</i>   |

Sumber: Perhitungan Penulis

#### DAFTAR PUSTAKA

- Bank BCA. (2011). *BBCA.JK.on Jakarta Stock Exchange*. In [www.finance.reuters.com](http://www.finance.reuters.com)
- Bank BCA. (2011). *Indeks Harga Saham Bank BCA, Periode 3/1/2011-1/12/2011*. Dalam [www.financeyahoo.com](http://www.financeyahoo.com)
- Bank BNI. (2011). *BBNI.JK.on Jakarta Stock Exchange*. In [www.finance.reuters.com](http://www.finance.reuters.com)
- Bank BNI. (2011). *Indeks Harga Saham Bank BNI, Periode 3/1/2011-1/12/2011*. Dalam [www.finance.Reuters.com](http://www.finance.Reuters.com)
- Bank BPTN. (2011). *BPTN.JK.on Jakarta Stock Exchange*. In [www.finance.reuters.com](http://www.finance.reuters.com)
- Bank BRI. (2011). *BBRI.JK.on Jakarta Stock Exchange*. In [www.finance.reuters.com](http://www.finance.reuters.com)
- Bank BRI. (2011). *Indeks Harga Saham Bank BRI, Periode 3/1/2011-1/12/2011*. Dalam [www.financeyahoo.com](http://www.financeyahoo.com)
- Bank BTPN. (2011). *Indeks Harga Saham Bank BTPN, Periode 3/1/2011-1/12/2011*. Dalam [www.financeyahoo.com](http://www.financeyahoo.com)
- Bank CIMB Niaga. (2011). *BNGA.JK.on Jakarta Stock Exchange*. In [www.finance.reuters.com](http://www.finance.reuters.com)
- Bank CIMB Niaga. (2011). *Indeks Harga Saham Bank CIMB Niaga, Periode 3/1/2011-1/12/2011*. Dalam [www.financeyahoo.com](http://www.financeyahoo.com)
- Bank Danamon. (2011). *BDMN.JK.on Jakarta Stock Exchange*. In [www.finance.reuters.com](http://www.finance.reuters.com)
- Bank Danamon. (2011). *Indeks Harga Saham Bank Danamon, Periode*

- 3/1/2011-1/12/2011. Dalam [www.financ yahoo.com](http://www.financ yahoo.com)
- Bank Indonesia.(2011). *Hasil lelang SBI (273 hari), Periode 12/01/2011-8/12/1012*. Dalam [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)
- Bank Indonesia.(2011). *Ini Peringkat Bank Terbaik RI 2011*. Dalam [www.finance.detik.com](http://www.finance.detik.com)
- Bank Indonesia.(2012). *Tinjauan Kebijakan Moneter Indonesia, 2012*. Dalam [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)
- Bank Mandiri.(2011). *BMRI.JK.on Jakarta Stock Exchange*. In [www.finance.reuters.com](http://www.finance.reuters.com)
- Bank Mandiri.(2011). *Indeks Harga Saham Bank Mandiri, Periode 3/1/2011-1/12/2011*. Dalam [www.financ yahoo.com](http://www.financ yahoo.com)
- Bank Saudara.(2011). *Indeks Harga Saham Bank Saudara, Periode 3/1/2011-1/12/2011*. Dalam [www.financ yahoo.com](http://www.financ yahoo.com)
- Bank Saudara.(2011). *SDRA.JK.on Jakarta Stock Exchange*. In [www.finance.reuters.com](http://www.finance.reuters.com)
- Boedie, Z., Kane, A., dan Markus, A. J. (2008). *Investment*, Seventh Edition. New York: McGraw Hill Edition.
- Brealy, Richard A., Meyrs, S. A., dan Allen F. (2006). *Corporate Finance*. Seventh Edition. New York: McGraw Hill Edition.
- Indonesian Stock Exchange. (2007-2011). *Annual Report Bank BCA 2007-2011. Januari 5, 2011*. Dalam [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Indonesian Stock Exchange. (2007-2011). *Annual Report Bank BNI 2007-2011. Januari 5, 2011*. Dalam [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Indonesian Stock Exchange. (2007-2011). *Annual Report Bank BRI 2007-2011. Januari 5, 2011*. Dalam [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Indonesian Stock Exchange. (2007-2011). *Annual Report Bank BTPN 2007-2011. Januari 5, 2011*. Dalam [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Indonesian Stock Exchange. (2007-2011). *Annual Report Bank CIMB Niaga 2007-2011. Januari 5, 2011*. Dalam [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Indonesian Stock Exchange. (2007-2011). *Annual Report Bank Danamon 2007-2011. Januari 5, 2011*. Dalam [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Indonesian Stock Exchange. (2007-2011). *Annual Report Bank Mandiri 2007-2011. Januari 5, 2011*. Dalam [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- Indonesian Stock Exchange. (2007-2011). *Annual Report Bank Saudara 2007-2011. Januari 5, 2011*. Dalam [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)
- International Monetary Fund. (2011). *IMF Executive Board Concludes 2011 Article IV Consultation with Indonesia*. Dalam [www.imf.org](http://www.imf.org)
- Lembaga Pengembangan Perbankan Indonesia.(2011). *Sekolah Staf dan Pimpinan Bank Angkatan, Angkatan 56*. Dalam [www.lippi.or.id](http://www.lippi.or.id)
- Nailul Hana' Alfathimiy.(2011). *Hubungan Antara Nilai Pasar, Nilai Buku, dan Earnings dalam Pengukuran Efisiensi Bank*. Fakultas Ekonomi, Universitas Diponegoro.
- Nazwirman.(2008). *Penilaian Harga Saham dengan Menggunakan Price Earning Ratio (PER)*. Makara, Sosial Humaniora, Vol. 12, No. 2, Desember 2008
- Rose, Peter S., dan Marquis, Milton H. (2006). *Money and Capital Market*. Ninth Edition. New York: McGraw Hill Edition.
- Sriwardany.(2006). *Pengaruh Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Struktur Modal dan Dampaknya Terhadap Perubahan Harga Saham*. USU.
- Standard & Poor.(2011). *15 Negara Eropa Dipertimbangkan*

- Standar & Poor Turun Peringkat.* Dalam *Suara Pembaharuan*, 6 Desember 2011.
- Tobin, J (1971). *A Generalized Equilibrium Approach to Monetary Theory* in his essay in economic: macroeconomic, vol. 1 Chicago 1971.
- Tony Prasetyono. (2011). *Mengapa Indonesia Tahan Krisis?* Dalam *Sindonews.com* 19 Desember 2011.
- World Bank. (2011). *Ringkasan Eksekutif: Meningkatkan Kesiagaan Memastikan Ketahanan.* Desember 2011. Dalam [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)