

PERGERAKAN HARGA SAHAM SEKTOR PROPERTI BURSA EFEK JAKARTA BERDASARKAN KONDISI PROFITABILITAS, SUKU BUNGA DAN BETA SAHAM

Deddy A. Suhardi (deddy_as@mail.ut.ac.id)

Universitas Terbuka

ABSTRACT

Understanding the empirical description of stock prices movement on the economical setting, firm's perform, and the behavior of its beta is fundamental to portfolio risk management. This study evaluates the effect of three factors: firm's profitability, interest rate, and beta, toward the stock prices movement of 32 property stocks listing at Jakarta Stock Exchange (BEJ). Path analytical model was designed with interest and return on asset (ROA) profitability as the exogenous, stock beta became an intervening variable and average rate of stock prices movement became an endogenous variable. Daily prices for the stocks, BEJ Composite Index, profitability, and interest rate were obtained from BEJ and Bank Indonesia tapes for January 2000 to December 2004 period. This analysis indicated that the stock prices movement was the most dominant influenced by beta followed by interest rate (negative) and firm's profitability. This study also found that beta would become an effective intervening variable for transmitting both ROA and interest effect toward the stock prices movements, and hence the role of beta could be adopted as investor strategy. Structurally, the average rate of stocks prices movement would be up about: 0.37 standard units if beta was force up about one standard unit (of increasing on ROA or decreasing on interest or both together), 0.24 standard units if interest rate was lead to set down about one standard unit of ceteris paribus, and 0.19 standard units if ROA was grow about one standard unit of ceteris paribus. Furthermore, the stock prices movement of BEJ property stocks by forcing of the investor strategy was higher than leading the economical setting which it was higher than its firm's fundamental perform growing.

Key words: beta, interest rate, path analytical model, profitability, stock prices movement.

Perusahaan-perusahaan sektor properti yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) sepanjang periode 2000-2004 terdiri atas 32 perusahaan dengan total aset pada akhir tahun 2004 mencapai Rp 43.4 trilyun. Sebagian besar perusahaan tersebut harga sahamnya turun sepanjang tahun dengan laju penurunan rata-rata Rp 0.54 per hari transaksi. Pola pergerakan harga saham secara umum menurun selama tiga tahun kemudian menaik pada dua tahun berikutnya (Tabel 1).

Sementara itu nilai beta saham rata-rata sangat rendah selama dua tahun, lalu naik pada tiga tahun berikutnya. Pada dua tahun awal periode, tingkat keuntungan atau resiko saham-saham ini sama sekali tidak mengikuti tingkat keuntungan atau resiko BEJ, keadaan sebaliknya baru terjadi pada tiga tahun berikutnya. Nampaknya perubahan beta saham setahun lebih cepat dari perubahan pergerakan harga saham.

Dari segi fundamental keuangan perusahaan, rata-rata profitabilitasnya menunjukkan bahwa umumnya perusahaan properti menderita kerugian pada dua tahun awal periode kemudian baru mencatat keuntungan tiga tahun berikutnya. Nampaknya pergerakan beta saham sejalan dengan

pergerakan profitabilitas. Perubahan keduanya setahun lebih cepat dibandingkan pergerakan harga saham.

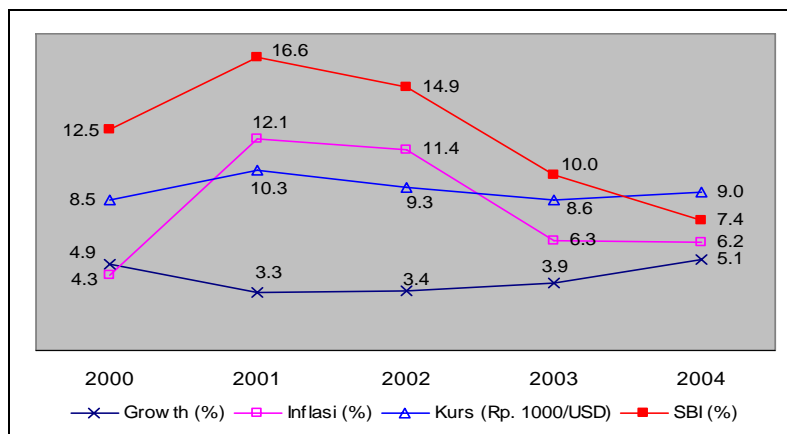
Tabel 1. Rata-rata Laju Harga Saham, Beta Saham, dan ROA Perusahaan Sektor Properti di BEJ serta Rata-rata Suku Bunga SBI

Indikator	2000	2001	2002	2003	2004	2000-2004
Laju harga saham (Rp/hari)	-3.13	-0.27	-0.57	0.79	0.24	-0.54
Beta saham	0.005	0.003	0.409	0.914	0.528	0.38
ROA (%)	-5.64	-0.15	5.45	2.48	1.04	0.64
SBI (%)	12.54	16.62	15.27	9.94	7.45	12.36

Sumber: Bank Indonesia, www.bi.go.id dan BEJ, www.jsx.co.id (diolah)

Kondisi perekonomian nasional periode 2000-2004 ditandai dengan tingkat pertumbuhan ekonomi rata-rata sekitar 4%, inflasi 8%, kurs pada Rp 9000/USD, dan tingkat suku bunga pada Sertifikat Bank Indonesia (SBI) 12% (lihat profil pada Gambar 1). Profil setiap indikator makro ekonomi nasional menunjukkan bahwa pergerakan tingkat bunga seiring dengan pergerakan indikator lainnya kecuali indikator pertumbuhan ekonomi. Oleh karena itu perubahan kondisi tingkat bunga dapat dianggap mewakili perubahan kondisi dari perekonomian makro secara umum. Pergerakan tingkat bunga menaik di atas 14% selama tiga tahun, dan turun pada dua tahun berikutnya di bawah 10%.

Nampaknya pergerakan harga saham sejalan dengan profil pergerakan tingkat bunga dengan arah yang berkebalikan, dan searah dengan perubahan beta saham maupun profitabilitas perusahaan. Persoalannya adalah apakah laju pergerakan harga saham dipengaruhi suku bunga, profitabilitas, dan beta saham? atau oleh kondisi alamiah pasar itu sendiri?



Gambar 1. Kondisi Perekonomian Nasional Tahun 2000-2004

Sumber: Bank Indonesia, www.bi.go.id dan BEJ, www.jsx.co.id (diolah)

Penelitian ini mengevaluasi dampak perubahan kondisi makro ekonomi dan fundamental terhadap pergerakan harga saham. Faktor makro ekonomi dan fundamental masing-masing diprosikan oleh tingkat bunga, profitabilitas (setelah pajak), dan beta saham. Faktor-faktor ini sangat penting dalam manajemen portofolio investasi. Setara dengan persoalan tadi, tujuan penelitian ini untuk mengetahui bagaimana laju pergerakan harga saham untuk berbagai kondisi profitabilitas,

suku bunga, dan beta saham, serta bagaimana struktur pengaruh ketiga faktor tersebut, pada kasus perusahaan-perusahaan sektor properti yang terdaftar di BEJ.

Hubungan faktor-faktor kondisi makro ekonomi dan kondisi fundamental dengan harga saham maupun proksi-proksinya cukup banyak dilakukan peneliti-peneliti sebelumnya. Claude, Campbell, dan Tadas (1996) mendapatkan bahwa pergerakan harga saham dipengaruhi oleh faktor ekonomi, politik, dan keuangan negara. Natarsyah (2000) memperoleh bahwa ROA mempengaruhi positif harga saham. Hardiningsih, Suryanto, dan Chariri (2002) memperoleh bahwa *return* harga saham dipengaruhi ROA, *price to book value*, inflasi dan kurs.

Beberapa peneliti berfokus terhadap beta saham dan hubungannya dengan faktor-faktor lain. Meyers (1973) mendapatkan bahwa beta berhubungan dengan leverage, keragaman keuntungan, pertumbuhan keuntungan, dan kovariansi keuntungan dengan makro ekonomi. Turnbull (1977) dan Chen (1985) memperoleh bahwa beta juga dipengaruhi oleh faktor-faktor makro ekonomi.

Harga saham (*market price*) merupakan nilai pasar (*market value*) dari setiap lembar saham perusahaan. Pergerakan harga saham ditentukan oleh dinamika penawaran (*supply*) dan permintaan (*demand*). Pada suatu periode tertentu, penawaran suatu saham adalah tetap sehingga kurvanya vertikal pada angka tertentu. Permintaan pasar merupakan permintaan agregat dari seluruh investor, sehingga kurvanya relatif horizontal. Keseimbangan harga terjadi saat kurva penawaran dan permintaan agregat berpotongan pada suatu titik. Karena kurva penawaran pada suatu periode tertentu bersifat tetap maka pergerakan harga saham diakibatkan oleh pergerakan (pergeseran) kurva permintaan (agregat). Apabila kurva permintaan naik, maka keseimbangan baru terjadi pada harga yang lebih tinggi (harga naik), dan apabila permintaan turun, maka harga turun. Jadi perilaku harga suatu saham merupakan cermin permintaan agregat dari para investor.

Oleh karena pergerakan harga saham disebabkan oleh pergerakan kurva demand, maka faktor-faktor penggerak demand menjadi faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan harga saham. Berdasarkan hipotesis pasar berlaku efisien (*efficient market hypothesis*), semua informasi yang relevan berpengaruh terhadap harga saham, termasuk diantaranya adalah kinerja fundamental, kinerja saham selama ini, dan kondisi makro ekonomi, politik, hukum, dan sebagainya (Bodie, Kane, & Marcus, 2002). Dengan demikian, ketiga faktor (profitabilitas, suku bunga, dan beta saham) juga merupakan faktor-faktor penggerak demand saham yang akan berpengaruh terhadap pergerakan harga saham.

Keadaan fundamental keuangan perusahaan sangat penting dianalisis untuk mengetahui sejauh mana kinerja dan pertumbuhan perusahaan. Biasanya analisis ini menggunakan rasio-rasio keuangan dari laporan keuangan yang terbit dengan mengikuti kaidah-kaidah tertentu (standar akuntansi). Rasio-rasio keuangan terbagi atas: rasio liquiditas, rasio aktivitas, rasio leverage, rasio profitabilitas, dan rasio *capital value* (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002). Rasio profitabilitas adalah rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aset yang dimilikinya. ROA (*return on asset*) adalah rasio profitabilitas yang sangat penting. ROA didefinisikan sebagai rasio antara laba bersih setelah pajak terhadap total aset.

Analisis terhadap profitabilitas merupakan bagian dari upaya memperoleh gambaran prospek laba dan deviden perusahaan untuk menentukan atau mempertimbangkan *intrinsic value* saham tersebut. Tingginya profitabilitas memberi indikasi ekspektasi arus kas dari pendapatan deviden maupun pertumbuhan perusahaan di masa depan sehingga *intrinsic value* saham cenderung lebih besar (*undervalued*) dari harga sekarang. Keadaan ini menarik bagi investor untuk membelinya, maka preferensi harga saham akan naik (Bodie, Kane, & Marcus, 2002). Jadi, hubungan profitabilitas dengan harga saham bersifat positif.

Informasi kondisi makro ekonomi diperlukan investor untuk melakukan investasi. Kondisi makro ekonomi secara keseluruhan akan mempengaruhi kegiatan ekonomi masyarakat, pengusaha dan investor. Kondisi makro ekonomi yang baik akan menciptakan iklim investasi yang baik. Beberapa variabel kondisi ekonomi nasional yang biasanya digunakan adalah tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar. Tingkat suku bunga adalah indikator ekonomi yang berperan menghubungkan sektor moneter dengan sektor riil, karenanya pengendalian suku bunga merupakan alat kebijakan moneter dan iklim investasi. Tingkat suku bunga merupakan ukuran keuntungan investasi yang dapat diperoleh oleh investor dari aset tanpa resiko (*risk-free rate*), atau juga merupakan ukuran biaya modal yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk menggunakan dana dari investor.

Hubungan antara tingkat bunga dengan harga saham adalah negatif (Bodie, Kane, & Marcus, 2002). Apabila terjadi kenaikan tingkat suku bunga, maka pergerakan harga saham akan menurun, sebaliknya apabila terjadi penurunan tingkat suku bunga, maka harga saham akan naik. Semakin tinggi tingkat bunga perbankan, akan menyebabkan investor mengalihkan investasinya pada investasi di perbankan, obligasi atau aset-aset keuangan berpendapatan tetap. Karena investor mengurangi portofolio saham dengan melepas saham, maka suplai saham di bursa saham meningkat dan selanjutnya akan menyebabkan penurunan harga saham tersebut.

Suatu saham mempunyai rata-rata tingkat keuntungan dan resiko tertentu. Pasar, tempat saham tersebut diperdagangkan, juga mempunyai rata-rata tingkat keuntungan dan resiko. Rasio antara tingkat keuntungan suatu saham dengan tingkat keuntungan pasar sama dengan rasio antara resiko saham tersebut dengan resiko pasar. Rasio ini disebut beta saham (β), yaitu resiko relatif suatu saham terhadap resiko pasar, atau, tingkat keuntungan relatif suatu saham dengan keuntungan pasar. Beta suatu saham i didefinisikan sebagai

$$\beta_i = \frac{Cov(k_i, k_M)}{\sigma_M^2} \quad [1]$$

dimana k_i , k_M , $Cov(k_i, k_M)$, dan σ_M , masing-masing adalah tingkat keuntungan saham i , tingkat keuntungan pasar, kovariansi tingkat keuntungan saham i dengan keuntungan pasar, dan resiko pasar (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002).

Beta saham diinterpretasikan sebagai : (i) ukuran tingkat respon pergerakan keuntungan suatu saham berdasarkan pergerakan keuntungan pasar, atau (ii) ukuran tingkat resiko sistematis suatu saham terhadap resiko sistematis pasar. Resiko pasar adalah resiko sistematis, karenanya beta disebut juga resiko sistematis suatu saham.

Estimasi nilai beta saham dilakukan secara empirik dengan mengamati pertumbuhan indeks harga saham sehubungan dengan pertumbuhan indeks harga saham gabungan (IHSG). Nilai koefisien perubahan hubungan tersebut adalah beta saham. Model yang disusun dalam hubungan ini disebut *index model* (disebut juga *market model*) adalah

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_M + \varepsilon_i \quad [2]$$

dimana R_i , adalah indeks pertumbuhan harga suatu saham, R_M adalah indeks pertumbuhan IHSG, α_i adalah komponen intersep, dan ε_i adalah komponen acak yang disebut *firm-specific risk* atau *unsystematic risk* suatu saham. Komponen ε_i diasumsikan tidak berkorelasi dengan ε saham lainnya. Dengan metode regresi β_i dapat diestimasi (Bodie, Kane, & Marcus, 2002; Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002).

Investor akan menggunakan informasi beta saham diantaranya untuk menentukan tingkat keuntungan dan resiko saham, tingkat keuntungan dan resiko portofolio, serta untuk menentukan

beta portofolio itu sendiri. Apabila seorang investor membentuk suatu portofolio investasi berupa kombinasi pemilikan saham-saham maka beta portofolio (β_p) sama dengan rata-rata terbobot dari masing-masing beta saham, yaitu

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i \quad [3]$$

dimana w_i adalah proporsi jumlah pemilikan suatu saham i dari n saham.

Jika portofolio terdiri atas banyak macam aset (n besar), maka komponen resiko setiap individu saham akan *didiversifikasi* dalam resiko portofolio. Semakin banyak macam aset (saham) maka resiko portofolio akan semakin lebih kecil daripada rata-rata resiko individu saham, sementara tingkat keuntungan portofolio sama dengan rata-rata keuntungan setiap individu saham. Jadi, besarnya tingkat keuntungan dan resiko portofolio tergantung dari kombinasi saham dengan nilai-nilai betanya yang membentuk portofolio tersebut (Bodie, Kane, & Marcus, 2002).

Investor dalam membentuk portofolio aset-aset investasinya akan mempertimbangkan resiko dan tingkat keuntungan agar portofolionya optimal (asumsi bahwa semua investor adalah rasional). Implikasinya adalah investor akan membentuk portofolio yang memiliki karakteristik sama dengan karakteristik portofolio pasar. Misalnya proporsi aset-aset dalam portofolio yang akan dibentuk investor meniru proporsi aset-aset dalam portofolio pasar. Implikasi lainnya investor akan membentuk portofolio yang memiliki beta mendekati atau sama dengan satu (karena beta portofolio pasar sama dengan satu). Investasi pada portofolio sejumlah saham dengan beta terbobot sama dengan satu akan mempunyai efisiensi diversifikasi dari pada berinvestasi hanya pada satu saham yang memiliki beta sama dengan satu. Penentuan kombinasi, jumlah, dan pemilihan beta saham-saham yang akan membentuk portofolio akan menjadi strategi dari masing-masing investor agar portofolionya optimum.

Oleh karena beta saham adalah input untuk menghitung keuntungan dan resiko saham maupun portofolio, maka hubungan beta saham dengan pergerakan harga saham dapat ditelusuri dalam dua skenario, yaitu: (i) skenario penilaian harga wajar (*fair prices*) saham, dan (ii) skenario keputusan investor dalam membentuk portofolio.

Skenario pertama, investor menggunakan nilai beta saham untuk menentukan tingkat keuntungan yang diharapkan (*required return*) atas suatu saham saat dalam keseimbangan, k . Sementara itu suatu saham juga mempunyai ekspektasi keuntungan (*expected return*) berdasarkan tingkat pendapatan deviden dan *capital gain*, r . Saham dengan beta tinggi akan mempunyai k yang juga tinggi, jika nilainya lebih tinggi dari r , maka saham tersebut terlalu mahal (*overprices*). Investor tidak menginginkan saham ini dan akan melepas atau mengurangi jumlah saham ini dari portofolionya. Akibat saham-saham dengan beta tinggi banyak dilepas ke pasar, suplai saham-saham tersebut akan naik dan harganya akan turun. Hal ini berarti, melalui pendekatan harga wajar, hubungan beta saham bersifat negatif dengan pergerakan harga saham (Bodie, Kane, & Marcus, 2002; Ross, Westerfield, & Jaffe, 2002).

Skenario kedua, keputusan investor dalam membentuk portofolio. Artinya bahwa hubungan beta saham dengan pergerakan harga saham merupakan cermin perilaku/strategi investor dalam membentuk portofolio investasinya. Jika sebagian besar investor memilih saham dengan beta tinggi untuk membentuk portofolionya, maka kecenderungannya adalah harga saham tersebut naik karena naiknya permintaan. Sebaliknya jika investor lebih banyak yang memilih saham dengan beta rendah, maka kecenderungannya adalah harga saham tersebut juga naik karena naiknya permintaan saham-saham beta rendah. Jadi, dengan skenario ini, beta saham bisa berpengaruh positif atau negatif terhadap pergerakan harga saham.

Hubungan faktor-faktor sesuai paparan dan anggapan-anggapan tersebut di atas dihipotesiskan sebagai berikut:

1. ROA, suku bunga, dan beta saham berpengaruh secara bersama-sama terhadap pergerakan harga saham.
2. ROA berpengaruh positif terhadap pergerakan harga saham.
3. Suku bunga berpengaruh negatif terhadap pergerakan harga saham.
4. Beta saham berpengaruh terhadap pergerakan harga saham.

Model hubungan kausal antar faktor dibangun sebagai model analisis jalur (*path analytical model*) untuk memperoleh kajian empiris pengaruh suku bunga, profitabilitas, dan beta saham terhadap pergerakan harga saham pada perusahaan-perusahaan sektor properti yang terdaftar di BEJ. Model analisis jalur dirancang dengan ROA dan suku bunga sebagai variabel eksogen, beta sebagai variabel perantara dan pergerakan harga saham sebagai variabel endogen. Parameter pengaruh (intensitas) hubungan dalam model dinyatakan dalam koefisien regresi terstandarisasi (*standardized regression coefficient*) yang diperoleh dari estimasi persamaan regresi berganda. Estimasi dan validasi model menggunakan bantuan program SPSS 13.5 dan LISREL 8.5.

Analisis jalur (*path analysis*) digunakan dalam mempelajari sistem pengaruh beberapa variabel terhadap variabel lain dalam suatu model berdasarkan kerangka teori tertentu. Definisi-definisi konsep dalam analisis jalur sebagai berikut (Pedhazur, 1982).

- a. *Variabel eksogen (exogenous)* : adalah variabel yang mempengaruhi, disebut juga variabel independen. Variabilitas variabel ini hanya ditentukan oleh faktor-faktor di luar *causal-model* yang diteliti.
- b. *Variabel endogen (endogenous)* : adalah variabel yang dipengaruhi, disebut juga variabel dependen. Variabilitas variabel ini ditentukan oleh variabel eksogen dan variabel endogen lainnya dalam *causal-model* yang diteliti.
- c. *Variabel intermediate (intervening)* : adalah variabel antara yang dapat berfungsi sebagai variabel endogen atau variabel eksogen.
- d. *Koefisien path* : adalah ukuran intensitas pengaruh suatu variabel eksogen terhadap variabel endogen. Koefisien path dilambangkan dengan *p* merupakan koefisien *standardized regression*. Koefisien path disebut juga pengaruh langsung (*direct effect*) yaitu bagian pengaruh suatu variabel eksogen terhadap variabel endogen tanpa perantara variabel lain.
- e. *Pengaruh tidak langsung (indirect effect)* : adalah bagian pengaruh suatu variabel eksogen terhadap variabel endogen melalui variabel lain.
- f. *Pengaruh keseluruhan (total effect)* : adalah jumlah pengaruh langsung dan semua pengaruh tidak langsung suatu variabel eksogen terhadap suatu variabel endogen. *Total effect* disebut juga sebagai koefisien pengaruh (*effect coefficient*).
- g. *Galat (error term), ϵ* : adalah komponen acak (*unspecified*) dari variabel endogen. Setiap komponen acak tidak berkorelasi dengan variabel endogen yang bersesuaian maupun dengan variabel-variabel dibawah endogen tersebut

Estimasi parameter model menggunakan data sekunder dari publikasi BEJ dan Bank Indonesia periode 2000-2004 yang meliputi data harian harga saham, IHSG, profitabilitas perusahaan, dan data tingkat suku bunga SBI. Data tersebut diolah menjadi data empat variabel sesuai rancangan model, yaitu data tahunan laju rata-rata pergerakan harga saham, profitabilitas ROA, dan beta saham untuk masing-masing perusahaan, dan data rata-rata tahunan tingkat suku bunga SBI. Data perusahaan dipilih bersesuaian dengan saham yang mana pergerakan harganya linear (menaik atau menurun) dalam setiap tahunnya.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Model

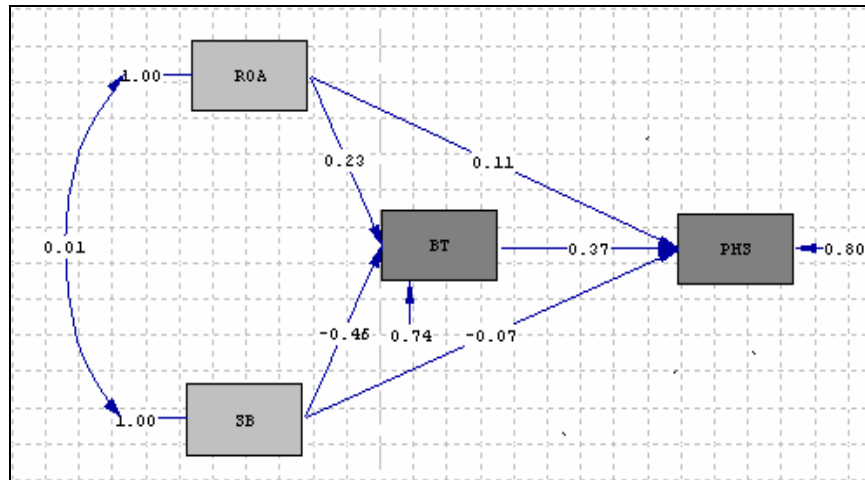
Hasil studi ini terutama adalah sebuah model yang menggambarkan pengaruh faktor suku bunga, profitabilitas, dan beta saham terhadap laju rata-rata pergerakan harga saham. Hasil-hasil ini disajikan terlebih dahulu terpisah dari bagian pembahasannya, sebagai berikut.

Tabel 2. Matriks Korelasi Antar Variabel: nilai korelasi di bagian atas diagonal, *p-value* di bagian bawah

Variabel	ROA	Suku Bunga	Beta	PHS
ROA	1	0.008	0.225*	0.191
Suku Bunga	[0.932]	1	-0.458**	-0.242*
Beta	[0.020]	[0.000]	1	0.429**
PHS	[0.050]	[0.012]	[0.000]	1

Correlation is significant (2-tailed) at the: 0.05 level (*), 0.01 level (**). N=106.

Korelasi antar variable dalam model disajikan pada Tabel 2. Model disajikan pada Gambar 2, terdiri atas dua persamaan regresi (*standardized regression*) yaitu persamaan [4] dan persamaan [5]. Statistik model regresi disajikan pada Tabel 3.



Gambar 2. Pengaruh ROA dan Suku Bunga (SB) terhadap Laju Pergerakan Harga Saham (PHS) melalui perantara Beta Saham (BT)

$$\text{Beta saham} = 0.23 \text{ ROA} - 0.46 \text{ Suku Bunga}, \quad \epsilon^2 = 0.74 \quad [4]$$

$$\text{PHS} = 0.37 \text{ Beta Saham} + 0.11 \text{ ROA} - 0.07 \text{ Suku Bunga}, \quad \epsilon^2 = 0.80 \quad [5]$$

Tabel 3. Statistik Regresi untuk Model pada Persamaan [4] dan [5]

Variabel	Variabel endogen Beta Saham [4]			Variabel endogen PHS [5]		
	Koef.*	t	p-val.**	Koef.*	t	p-val.**
ROA	0.23	2.709	0.008	0.11	1.171	0.244
SB	-0.46	-5.438	0.000	-0.07	-0.725	0.470
BT				0.37	3.593	0.001
	F = 18.3 (p-val.=0.000)** R ² =0.263			F = 8.36 (p-val.=0.000)** R ² =0.197		

*koefisien regresi standardized; ** p-value < α , model/koefisien signifikan pada taraf α

Pengaruh Suku Bunga dan Profitabilitas terhadap Beta Saham

Adanya korelasi antara beta saham dengan ROA dan suku bunga, serta beta saham dengan pergerakan harga saham, menguatkan rancangan model dengan beta saham ditempatkan sebagai variabel intermediate. Analisis model pada Gambar 2 diawali dengan menganalisis model persamaan regresi [4], yaitu menganalisis pengaruh suku bunga dan ROA terhadap beta saham.

Gambar 2 memperlihatkan korelasi variabel eksogen ROA dengan suku bunga sangat kecil sehingga bisa dikatakan tidak ada. Jadi, hubungan suku bunga dengan ROA bersifat netral (balans), pada suku bunga tinggi atau rendah, keadaan profitabilitas perusahaan sama. Hal ini berarti manajemen perusahaan telah dapat menetralkan pengaruh eksternal suku bunga. Dari segi analisis, hal ini akan lebih memudahkan karena pengaruh suku bunga terhadap beta saham dapat dianalisis dengan menganggap keadaan profitabilitas konstan; atau sebaliknya pengaruh ROA terhadap beta saham dapat dianalisis pada keadaan suku bunga konstan. Sebetulnya hal ini logis untuk dilakukan karena keadaan suku bunga maupun ROA dapat konstan pada suatu tingkat tertentu selama periode tertentu (misalnya bulanan atau kuartalan).

Koefisien regresi suku bunga maupun ROA masing-masing tidak nol (signifikan) menunjukkan keduanya berpengaruh terhadap beta saham. Koefisien regresi suku bunga negatif, menunjukkan bahwa dalam keadaan profitabilitas perusahaan yang konstan maka *penurunan* suku bunga akan menjadikan kenaikan keuntungan saham lebih reaktif terhadap kenaikan keuntungan pasar (beta saham tinggi). Koefisien regresi ROA positif, berarti dalam keadaan suku bunga yang konstan maka *kenaikan* profitabilitas perusahaan akan menjadikan kenaikan keuntungan relatif saham lebih reaktif terhadap kenaikan keuntungan pasar.

Interpretasi tersebut sebetulnya cukup masuk akal, misalnya mengenai pengaruh suku bunga, turunnya suku bunga "memungkinkan" beralihnya investasi ke dalam saham-saham. Akan tetapi pertanyaannya adalah: (i) apakah investor akan benar-benar mengalihkan investasinya ke saham? (ii) apakah kecenderungan ini akan dialami oleh sebagian besar saham-saham? dan, masih berkaitan dengan hal tersebut, (iii) apakah benar-benar perubahan keuntungan sebagian besar saham-saham lebih besar dari perubahan keuntungan pasar? Nampaknya belum tentu sebagian besar investor beralih ke saham, dan belum tentu sebagian besar saham lebih reaktif (dari pada perubahan keuntungan pasar), mungkin hanya sebagian kecil saham-saham tertentu saja.

Demikian pula tentang pengaruh ROA, naiknya tingkat laba (profitabilitas) suatu saham mungkin diapresiasi oleh pasar sebagai peluang untuk mendulang arus kas di masa datang sehingga investor tertarik untuk memiliki saham tersebut. Akan tetapi, kalau pun sebagian besar saham mengalami peningkatan laba (apalagi jika informasinya sebatas dari laporan keuangan yang diterbitkan), apakah saham-saham tersebut berpeluang sama untuk "diserbu" investor? Nampaknya belum tentu, karena investor dihadapkan pada pilihan-pilihan terhadap saham-saham yang labanya

naik tersebut. Mungkin sebagian tertentu saja yang akan lebih diprioritaskan oleh investor untuk dimiliki.

Hal-hal inilah sebetulnya yang ditunjukkan oleh rendahnya koefisien determinasi model [4] ($R^2=26\%$). Jadi, kita dihadapkan pada masalah perilaku investor dan karakteristik saham itu sendiri menurut persepsi investor yang memang sulit untuk dimodelkan. Oleh karena itu perlu kehati-hatian dalam menginterpretasikan koefisien regresi tersebut. Dalam hal ini nilai koefisien regresi suku bunga (-0.46) dan ROA (0.23) terhadap beta saham.

Karena korelasi suku bunga dan ROA sangat kecil (dianggap tidak ada), maka pengaruh parsial keduanya dalam regresi berganda [4] akan sama dengan koefisien regresi tunggal masing-masing terhadap beta saham. Koefisien regresi *standardized* tunggal variabel x terhadap y tidak lain adalah koefisien korelasi antara x dan y. Jadi, dalam hal ini, koefisien regresi parsial suku bunga atau ROA dengan beta saham adalah koefisien korelasi masing-masing dengan beta saham, yang mana masing-masing korelasi ini signifikan (lihat Tabel 2). Oleh karenanya, koefisien-koefisien regresi ini (dimana setiap variabel eksogen tidak saling berkorelasi) dapat juga dijadikan sebagai petunjuk derajat keeratan atau keselarasan (searah maupun berkebalikan) antara suku bunga atau ROA dengan beta saham.

Suku bunga, dengan demikian, mempunyai kaitan yang erat terhadap beta saham secara umum dengan arah yang berkebalikan ($r = -0.46$). Apabila nilai r dikuadratkan, maka diperoleh R^2 untuk model regresi tunggal suku bunga dengan beta saham sebesar 21%. Artinya variasi perubahan dalam suku bunga menyumbang variasi dalam perubahan beta saham, atau perubahan yang terjadi dalam suku bunga kecil atau besar berpengaruh dalam perubahan beta saham. Besar atau kecil koefisien pengaruh tidak terlalu menjadi persoalan bagi model empiris seperti ini karena koefisien bisa bernilai berapa saja tergantung dari data sepanjang tidak sama dengan nol secara statistik.

Sekarang kita akan interpretasikan koefisien regresi berdasarkan pertimbangan-pertimbangan tersebut. Karena koefisien regresi suku bunga pada model [4] atau koefisien path $SB \rightarrow BT$ pada Gambar 2 bernilai tidak sama dengan nol (-0.46), maka dapat ditafsirkan sebagai kenaikan yang akan terjadi secara umum pada beta saham sebesar 0.46 unit standar jika suku bunga turun satu unit standar, *ceteris paribus*. Akan tetapi probabilitas investor berperilaku seperti yang diharapkan yang sama antara satu dengan yang lainnya atau pasar bereaksi demikian hanya dapat diprediksikan kurang lebih 21%.

Dengan jalan pikiran yang sama, koefisien regresi ROA dapat ditafsirkan. Beta saham erat kaitannya (searah) dengan realitas laba perusahaan, atau ROA perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap beta saham. Beta yang tinggi menunjukkan harapan keuntungan relatif suatu saham di atas rata-rata keuntungan sebagian besar saham lainnya (pasar), dan hal ini selaras dengan (dicerminkan oleh) kemampuan perusahaan berkompetisi memperoleh laba di atas rata-rata (*corporate capabilities-based competition*). Jika ROA naik satu unit standar (untuk selanjutnya digunakan istilah *unit* saja), *ceteris paribus*, maka akan terjadi kenaikan beta saham sebesar 0.23 unit. Akan tetapi prediksi ini sulit jadi kenyataan karena probabilitasnya hanya 5%. Nilai probabilitas ini diperoleh dari $(0.23)^2$ atau yang lebih tepatnya adalah selisih antara R^2 model berganda [4] dengan R^2 model regresi tunggal suku bunga yaitu $26\% - 21\% = 5\%$.

Meskipun demikian, deskripsi empiris pengaruh dua faktor (suku bunga dan ROA) terhadap beta saham telah menunjukkan bahwa tingkat beta saham tidak sepenuhnya (absolut) dipengaruhi hanya oleh faktor alamiah pasar itu sendiri. Kecil atau besar, realitas kemampuan perusahaan memperoleh laba dan kondisi tingkat suku bunga secara bersama-sama akan menentukan perubahan dalam beta saham. Hasil empiris ini sesuai dengan penelitian Meyers (1973) bahwa beta

berhubungan dengan pertumbuhan keuntungan dan kovariansi keuntungan dengan makro ekonomi, serta Turnbull (1977) dan Chen (1985) yang memperoleh bahwa beta dipengaruhi oleh faktor-faktor makro ekonomi.

Model [4] dan analisisnya telah menunjukkan bahwa ROA dan suku bunga berpengaruh terhadap beta saham. Akan tetapi untuk mengintervensi beta saham dengan cara melakukan perubahan kondisi salah satu atau kedua faktor tersebut tidak serta merta akan memperoleh perubahan beta saham seperti yang diinginkan, karena dinamika pasar, perubahan dalam beta memerlukan proses dan waktu. Chang and Weiss (1991) mengamati karakteristik *time-series* beta saham yang mana diperoleh bahwa beta saham bersifat *random walk* untuk jangka pendek, tetapi mengikuti pola tertentu untuk periode jangka panjang. Hal ini berarti dalam jangka pendek beta saham hanya dipengaruhi oleh dinamika pasar, sedangkan dalam jangka panjang beta saham dapat dipengaruhi oleh faktor lain.

Pengaruh Faktor-faktor terhadap Pergerakan Harga Saham

Analisis pengaruh tiga faktor (suku bunga, ROA, dan beta saham) terhadap laju pergerakan harga saham dapat dilakukan dengan menganggap konstan kondisi salah satunya kecuali kondisi beta saham. Kondisi beta saham tidak dapat dianggap konstan karena dua faktor (suku bunga atau ROA) akan mempengaruhinya (sebagaimana telah dikemukakan dalam analisis model [4]). Oleh karena itu, analisis model [5] lebih mudah diawali dengan terlebih dahulu menganalisis pengaruh beta saham.

Nilai koefisien regresi beta saham secara statistik tidak sama dengan nol (0.37), berarti kenaikan beta saham akan menyebabkan kenaikan laju pergerakan harga saham naik sebesar 0.37 unit kali perubahan kenaikan dalam beta saham. Jadi pengaruh beta saham positif. Dapat diperhatikan bahwa ada perbedaan antara besar koefisien regresi beta saham (0.37) dengan besar koefisien korelasinya (0.43). Berarti, keeratan hubungan beta saham dengan laju pergerakan harga saham tidak seluruhnya merupakan pengaruh beta saham. Ada selisih bagian korelasi tersebut sebesar 0.058. Selisih ini bukan merupakan pengaruh beta saham melainkan pengaruh umum faktor-faktor lain (dalam hal ini suku bunga dan ROA) terhadap laju pergerakan harga saham melalui perantara beta saham. Dalam analisis path pengaruh ini disebut *spurious effect*. Angka selisih tadi (0.058) adalah angka total *spurious effect* dari suku bunga dan ROA.

Selanjutnya, analisis pengaruh suku bunga terhadap laju pergerakan harga saham dilakukan dengan menganggap ROA konstan. Jika suku bunga turun maka akan terjadi kenaikan beta saham dan kemudian naiknya beta saham akan menyebabkan kenaikan laju pergerakan harga saham. Apabila kondisi ROA konstan, perubahan beta saham dapat dikatakan hanya berasal dari perubahan suku bunga, dan dengan sendirinya perubahan laju pergerakan harga saham juga hanya berasal dari perubahan suku bunga. Jika suku bunga turun satu unit maka beta saham akan naik 0.46 unit dan selanjutnya laju pergerakan harga saham akan naik sebesar $0.37 \times 0.46 = 0.17$ unit, pengaruh ini terlihat relatif cukup besar. Pengaruh suku bunga terhadap laju pergerakan harga saham melalui aktivitas beta saham disebut pengaruh tidak langsung (*indirect effect*).

Sementara itu, perubahan suku bunga juga diharapkan langsung mempengaruhi laju pergerakan harga saham yang ditunjukkan oleh koefisien regresi parsial suku bunga pada model regresi [5]. Koefisien regresi parsial ini disebut pengaruh langsung (*direct effect*). Berdasarkan koefisien ini, turunnya suku bunga satu unit akan langsung menyebabkan kenaikan laju pergerakan harga saham sebesar 0.07 unit, pengaruh ini terlihat relatif kecil dibanding *indirect effect* (lihat Tabel 3).

Jadi, pada kondisi ROA konstan, turunnya suku bunga satu unit mempunyai total pengaruh terhadap laju pergerakan harga saham sebesar $0.17+0.07 = 0.24$ unit. Angka ini disebut *total effects* atau koefisien pengaruh (*effect coefficient*) dan ternyata nilainya relatif sama dengan nilai koefisien korelasi suku bunga dengan laju pergerakan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa korelasi suku bunga dengan laju pergerakan harga saham telah diuraikan dengan baik oleh model Gambar 2 menjadi pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung. Apabila ada selisih nilai korelasi dengan total pengaruh, maka selisih tersebut merupakan bagian korelasi yang tak teranalisis oleh model. Model yang baik tentunya adalah model yang dapat mereduksi korelasi menjadi menjadi bagian-bagian pengaruh total sehingga tidak menyisakan bagian tak teranalisis. Apabila total pengaruh suku bunga sama dengan korelasinya maka total pengaruh tersebut tidak lain adalah koefisien regresi tunggal antara suku bunga terhadap laju pergerakan harga saham.

Dengan cara yang sama, analisis pengaruh ROA terhadap laju pergerakan harga saham dilakukan dengan menganggap suku bunga konstan. Jika ROA naik maka akan terjadi kenaikan beta saham dan kemudian naiknya beta saham akan menyebabkan kenaikan laju pergerakan harga saham. Karena kondisi suku bunga konstan, perubahan beta saham hanya berasal dari perubahan ROA, dan dengan sendirinya perubahan laju pergerakan harga saham juga hanya berasal dari perubahan ROA. Jika ROA naik satu unit maka beta saham akan naik 0.23 unit dan selanjutnya laju pergerakan harga saham akan naik sebesar $0.37 \times 0.23 = 0.085$ unit. Sementara itu, pengaruh langsung kenaikan ROA satu unit akan menyebabkan kenaikan pada laju pergerakan harga saham sebesar 0.108 unit. Pengaruh tidak langsung ROA terhadap laju pergerakan harga saham terlihat relatif tidak jauh berbeda dengan pengaruh langsungnya (lihat Tabel 3).

Jadi, pada kondisi suku bunga konstan, kenaikan ROA satu unit mempunyai total pengaruh terhadap laju pergerakan harga saham sebesar $0.085+0.108 = 0.19$ unit, nilai ini relatif sama dengan nilai koefisien korelasi ROA dengan laju pergerakan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa korelasi ROA dengan laju pergerakan harga saham telah diuraikan dengan baik oleh model Gambar 2 menjadi pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung.

Pengaruh faktor-faktor terhadap pergerakan harga saham dapat diringkas dengan sajian dekomposisi masing-masing korelasinya sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 4. Beta saham mempunyai pengaruh terbesar terhadap pergerakan harga saham dengan pengaruh total sebesar 0.37, kemudian suku bunga (-0.24), dan kemudian ROA (0.19). ROA ternyata mempunyai pengaruh paling kecil dibanding dua faktor lainnya. Beta saham dan ROA berpengaruh positif, sedangkan suku bunga berpengaruh negatif. Arah semua hubungan ini sesuai dengan hipotesis.

Hubungan beta saham yang positif dengan pergerakan harga saham menunjukkan bahwa hubungan tersebut lebih cocok dengan skenario pendekatan keputusan investor. Pengaruh beta saham dengan pergerakan harga saham merupakan cermin keputusan/strategi investor dalam membentuk portofolionya. Dalam kasus saham sektor properti di BEJ, sebagian besar investor lebih memilih saham dengan beta tinggi, sehingga kecenderungannya adalah harga saham dengan beta tinggi tersebut naik karena permintaan naik. Jadi, dalam batas-batas tertentu dari penelitian ini, secara empiris (kenyataan) pengaruh beta saham adalah keputusan investor.

Tabel 4 juga menunjukkan bahwa bagian tak-teranalisis dari faktor ROA dan suku bunga relatif kecil, model pada Gambar 2 mampu mengoptimalkan pengaruh keduanya terhadap rata-rata pergerakan harga saham. Bagi beta saham, bagian tak-teranalisisnya merupakan komponen total pengaruh umum variabel eksogen yang melaluinya (*spurious effect*) karena peranannya sebagai variabel perantara. Nilai total pengaruh umum dari ROA maupun suku bunga adalah 0.058 yaitu berasal dari ROA sebesar $0.23 \times 0.11 = 0.025$, dan dari suku bunga sebesar $(-0.46) \times (-0.07) = 0.032$.

Total pengaruh umum 0.058, meskipun relatif kecil, secara empiris menunjukkan bahwa beta saham efektif berperan sebagai faktor perantara yang mentransmisikan pengaruh umum suku bunga dan ROA terhadap laju pergerakan harga saham. Hal ini menguatkan kenyataan bahwa beta saham adalah cermin perilaku investor.

Tabel 4. Dekomposisi Korelasi Faktor terhadap Pergerakan Harga Saham

Faktor	Direct Effect	Indirect Effect	Total Effect	Tak-teranalisis	Korelasi Faktor-PHS*
(1)	(2)	(3)	(4)=(2)+(3)	(5)	(6)=(4)+(5)
ROA	0.108	0.085	0.193 [0.042]	-0.002	0.191
Suku Bunga	-0.073	-0.171	-0.244 [0.011]	0.002	-0.242
Beta Saham	0.371	-	0.371	0.058 [^]	0.429

Catatan: [.] adalah *p-value*; * Lihat Tabel 2; [^]Spurious effect.

Koefisien pengaruh setiap faktor (kolom 4, Table 4) dapat diinterpretasikan sebagai berikut. Secara umum, kenaikan satu unit dalam ROA akan menyebabkan kenaikan dalam laju pergerakan harga saham sebesar 0.19 unit, suku bunga *ceteris paribus*. Jika tingkat suku bunga naik satu unit, maka laju pergerakan harga saham akan turun 0.24 unit, ROA *ceteris paribus*. Jika terjadi kenaikan beta saham satu unit (akibat kenaikan ROA atau penurunan suku bunga atau perubahan keduanya secara bersamaan), maka rata-rata pergerakan harga saham akan naik sebesar 0.37 unit. Tingkat prediksi perubahan laju pergerakan harga saham akibat perubahan ROA, suku bunga, dan beta saham masing-masing adalah 4%, 6%, dan 10%. Dan, tingkat prediksi bersama-sama adalah 20% (yaitu nilai R² model [5]).

Apakah interpretasi tersebut dapat diterima? Sama halnya dengan analisis model regresi [4], interpretasi tersebut juga perlu kehati-hatian dalam menerapkannya. Oleh karena model telah optimal mendekomposisi korelasi-korelasi menjadi pengaruh total (lihat Tabel 4 kolom 5), dan besar kecil pengaruh tersebut hanyalah tergantung keadaan data empiris, maka pola kecenderungan seperti itu dapat diterima sebagai pola kecenderungan struktural. Artinya bahwa interpretasi model lebih menunjukkan *indikasi* ke arah tersebut daripada sesuatu yang menjadi keharusan.

Jadi, perubahan laju pergerakan harga saham sulit tercapai meskipun ada upaya mengintervensinya melalui perubahan salah satu faktornya, sebab dampak perubahan tersebut memerlukan proses dan waktu yang memberi kesempatan kepada pasar untuk "menjalankan" mekanismenya. Bodie, Kane, dan Marcus (2002) menyatakan bahwa perilaku harga saham bersifat *random walk* sehingga *unpredictable*, dan perilaku investor berbeda persepsi akibat *gap* informasi. Sedangkan adanya pengaruh berbagai faktor didasarkan atas versi-versi *efficient market hipotesis*.

Hasil penafsiran struktural tersebut di atas secara sederhana dapat dibandingkan karena koefisien pengaruh menggunakan koefisien regresi yang distandarkan. Jika perubahan tersebut "mungkin" terjadi seperti yang diinginkan, perubahan laju pergerakan harga saham akibat penurunan suku bunga akan lebih besar 0.05 daripada perubahan laju pergerakan harga saham akibat kenaikan ROA. Perubahan laju pergerakan harga saham akibat kenaikan beta saham akan lebih besar 0.18 daripada perubahan laju pergerakan harga saham akibat kenaikan ROA. Sedangkan, perubahan laju pergerakan harga saham akibat kenaikan beta saham akan lebih besar 0.13 daripada perubahan laju pergerakan harga saham akibat penurunan suku bunga. Atau dalam bahasa prosentase, dampak

perubahan beta saham 13% lebih besar daripada dampak perubahan suku bunga, dan lebih besar 18% daripada dampak perubahan ROA, sementara dampak perubahan suku bunga lebih besar 5% daripada dampak perubahan ROA.

Kembali ke persoalan semula, apakah laju pergerakan harga saham dipengaruhi kondisi faktor-faktor yang diteliti atau mekanisme alamiah pasar? Dalam model, dianggap laju pergerakan harga saham hanya dipengaruhi oleh tiga faktor yang diteliti, sedangkan faktor-faktor di luar model dianggap konstan karena faktor-faktor tersebut memang tidak diukur (termasuk faktor alamiah pasar). Oleh karena itu untuk jawaban atas pertanyaan ini akan terletak pada ketepatan model.

Ketepatan model empirik diukur dengan besarnya koefisien determinasi model (R^2). Model yang tidak tepat menunjukkan R^2 yang kecil, tetapi sebaliknya tidak demikian, R^2 kecil belum tentu menunjukkan model tidak tepat.

Nilai R^2 model ini kecil (20%, lihat persamaan [5]), tetapi belum tentu menunjukkan model tidak tepat karena bagi model yang jalur-jalur hubungannya telah disusun berdasarkan teori, fokus perhatiannya terutama pada pembuktian empiris hubungan-hubungan tersebut (arahnya). Besar (*magnitude*) hubungan tersebut akan tergantung data yang digunakan karenanya besar koefisien tidak terlalu menjadi persoalan sepanjang tidak sama dengan nol. Jadi, tidak dapat dipastikan berapa batas nilai R^2 untuk mengatakan model tepat atau tidak.

Sejauh ini model pada Gambar 2 telah menunjukkan hubungan tiga faktor yang diteliti terhadap laju pergerakan harga saham sesuai hipotesis aspek teoritisnya. Meskipun determinasi model kecil, hasil informasi dari keadaan empiris ini dapat digunakan untuk melakukan analisis dan perbandingan secara struktural. Besar atau kecil, model telah menunjukkan bahwa laju pergerakan harga saham dipengaruhi oleh faktor-faktor yang diteliti.

PENUTUP

Pergerakan harga saham sektor properti yang terdaftar di BEJ dipengaruhi paling dominan oleh beta saham, diikuti oleh suku bunga, dan profitabilitas. Beta saham dan profitabilitas berpengaruh positif, suku bunga berpengaruh negatif.

Dari data diperoleh koefisien pengaruh profitabilitas, suku bunga, dan beta saham, terhadap laju rata-rata pergerakan harga saham, masing-masing adalah 0.19, -0.24, dan 0.37. Pergerakan harga saham akan naik sebesar : 0.19 unit jika profitabilitas naik satu unit, *ceteris paribus*; 0.24 unit jika tingkat suku bunga turun satu unit, *ceteris paribus*; 0.37 unit jika terjadi kenaikan beta saham satu unit. Kenaikan beta saham bisa terjadi karena naiknya profitabilitas atau turunnya suku bunga, atau perubahan keduanya secara bersama-sama. Variasi pergerakan harga saham 20% ditentukan oleh variasi ketiga faktor secara bersama-sama.

Pengaruh profitabilitas dan suku bunga terhadap pergerakan harga saham tergantung masing-masing korelasinya dengan beta saham, semakin besar korelasinya dengan beta saham akan semakin besar pengaruhnya terhadap pergerakan harga saham. Dalam hal ini faktor beta saham efektif berperan sebagai faktor perantara (*intervening variable*), dan secara empiris beta saham tidak lain adalah cermin perilaku/strategi investor.

Perusahaan (manajemen) khususnya pada perusahaan sektor properti yang terdaftar di BEJ sejauh ini telah melakukan upaya-upaya sehingga mampu menetralkan pengaruh eksternal (sebagaimana telah ditunjukkan dalam analisis korelasi ROA dan suku bunga). Dan, oleh karenanya upaya ini patut dipertahankan. Manajemen juga telah berupaya mengejar tingkat laba (profitabilitas) di atas rata-rata, dan upaya ini sedikit besar telah mendapatkan apresiasi baik dari para investor maupun pasar. Upaya yang terakhir ini masih perlu untuk ditingkatkan, yaitu upaya meraih laba di

atas rata-rata dalam persaingan berbasis kemampuan (*capabilities-based competition*) yang ujung-ujungnya adalah peningkatan berbagai sumberdaya yang terintegratif (Grant, 1991; Stalk, Evans, & Shulman, 1992).

Kita berharap agar otoritas moneter nasional melakukan kebijakan tingkat suku bunga yang konsisten (untuk tidak mengatakan agar suku bunga jangan tinggi) karena perubahan suku bunga mempunyai dampak yang besar baik terhadap perilaku investor maupun pergerakan harga saham. Suku bunga yang tinggi (atau fluktuasinya) akan mengakibatkan sebagian besar energi perusahaan teralokasi untuk mengatasinya. Data telah menunjukkan bahwa dampak perubahan suku bunga terhadap kesehatan saham lebih besar dari pada upaya-upaya perusahaan itu sendiri.

Perilaku investor dominan dipengaruhi suku bunga dari pada profitabilitas. Artinya apresiasi investor terhadap profitabilitas masih rendah dan mereka lebih mempertimbangkan keadaan suku bunga. Disarankan agar otoritas pasar modal dan perusahaan menyajikan informasi lebih relevan dan cepat bagi para investor. Hal ini sebetulnya untuk tidak mengatakan bahwa para investor diharapkan lebih mengapresiasi profitabilitas perusahaan dari pada terlalu mempertimbangkan suku bunga yang mana sangat sulit bagi investor untuk tidak melakukannya.

Hal ini penting karena keadaan profitabilitas dengan berbagai upaya perusahaannya, keadaan suku bunga dengan berbagai kebijakan ekonomi-moneternya, serta investor dengan berbagai strateginya, memberi dampak sekurang-kurangnya terhadap kesehatan saham (perusahaan). Tidak menutup kemungkinan agar berbagai upaya/kebijakan/strategi, sesuai peranannya masing-masing, sama-sama mengarah kepada terciptanya perusahaan-perusahaan nasional yang kuat dan besar.

REFERENSI

- Bank Indonesia. (2006). Kondisi perekonomian nasional tahun 2000-2004. Diambil 6 Juni 2007, dari <http://www.bi.go.id>. Bank Indonesia.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2002). *Investment*. New York: McGraw-Hill.
- Bursa Efek Jakarta. (2006). Statistik perusahaan ROA perusahaan sektor properti tahun 2000-2004. Diambil 14 Juni 2007, dari <http://www.jsx.co.id/jsx.statistic>. Jakarta Stock Exchange.
- Claude, B.E., Campbell, R.H., & Tadas, E.V. (1996). Political risk, economic risk, and financial risk. *Financial Analyst Journal*, 52 (6), 29-46.
- Chang, W., & Weiss, D.E. (1991). An examination of the time series properties of beta in the market model. *Journal of the American Statistical Association*, 86 (416), 883-890.
- Chen, C.R. (1985). Time-series analysis of beta stationary and its determinan: A case of public utilities. *Financial Management*, 11 (3), 64-70.
- Grant, R.M. (1991). The resouces-based theory of competitive advantage: Implications for strategy formulation. *California Management Review*, 33 (3), 114-135.
- Hardiningsih, P., Suryanto, L., & Chariri, A. (2002). Pengaruh faktor fundamental dan risiko ekonomi terhadap return saham pada perusahaan di Bursa Efek Jakarta: Studi kasus basic industry & chemical. *Jurnal Bisnis Strategi*, 8 (Desember 2001), 83-98.
- Meyers, S.L. (1973). The stationarity problem in the use of market model security price behavior. *The Accounting Review*, 48 (2), 318-322.
- Natarsyah, S. (2000). Analisis pengaruh beberapa faktor fundamental dan resiko sistematis terhadap harga saham: Kasus industri barang konsumsi yang go-public di pasar modal Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 15 (3), 294-312.

- Pedhazur, E.J. (1982). *Multiple regression in behavioral research: Explanation and prediction* (2nd ed). New York: CBS College Publishing. Holt, Rinehart, and Winston.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jaffe, J. (2002). *Corporate Finance* (6th ed). New York: McGraw-Hill.
- Stalk, G., Evans, P., Shulman, L.E. (1992). Competing on capabilities: The rules of corporate strategy. *Harvard Business Review*, 3 (March 1992), 57-69.
- Turnbull, S.M. (1977). Market value and systematic risk. *Journal of Finance*, 32 (2), 1125-1142.