

**KOMPARASI PENGARUH PEUBAH-PEUBAH
EKONOMI MAKRO TERHADAP HARGA SAHAM PADA
EMITEN-EMITEN YANG BERISIKO TINGGI DAN
EMITEN-EMITEN YANG BERISIKO RENDAH
DI PT BURSA EFEK JAKARTA PERIODE
JULI 1997-DESEMBER 2000**

**Sienny Setiawati¹
Endang Ernawati²**

Abstract :

Basically, stock price is influenced by many factors. Those can be categorized into internal factors such as projected earnings per share, timing of earning stream, riskiness of the projected earning, use of debt, dividend policy, and external factors that include macroeconomic variables and political factors. Gross domestic product, employment, inflation, interest rate, budget deficit, exchange rate, current account, and sentiment are the macro economic variables. This research is purposed to study the effect of macro economic variables to the stock price and comparing the magnitude of the effect between high risk group of issuing companies and the low one. The macroeconomic variables that is studied in this research are interest rate, exchange rate, and inflation rate. The result proof that macroeconomic variables influence the stock price either in high risk group of issuing company or in the low one.

Keywords: *stock price, systematic risk (beta), and macroeconomic variables.*

¹ Penulis adalah lulusan Program Studi Manajemen, Program Pascasarjana, Universitas Surabaya.

² Penulis adalah dosen Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Surabaya.

PENDAHULUAN

Sebelum terjadi krisis keuangan yang kemudian berkembang menjadi krisis ekonomi, sebenarnya perekonomian Indonesia menunjukkan tren perkembangan yang sangat baik. Hal ini tercermin dalam laporan Bank Dunia pada tanggal 18 Juni 1997 yang berjudul: “*Indonesia: Sustaining Growth with Equity.*” Menurut laporan itu, indikator-indikator makro Indonesia pada saat itu merefleksikan tingkat pertumbuhan rata-rata sebesar 7,5% per tahun sampai dengan tahun 2005. Namun, ternyata menjelang pertengahan tahun 1997 terjadi perubahan besar dalam perekonomian Indonesia yang pada saat itu merupakan titik awal krisis yang sampai saat penelitian ini dilakukan masih berlangsung.

Krisis, menurut Mishkin (1995:242) ditandai oleh meningkatnya suku bunga, menurunnya bursa saham, penurunan harga agregat yang tidak terantisipasi, meningkatnya ketidak-pastian, dan kepanikan bank. Tanda-tanda krisis yang terjadi di Indonesia dapat dilihat pada tabel 1. Dari tabel 1 tampak bahwa sebelum tahun 1997 perekonomian Indonesia cenderung stabil, walaupun pada tahun 1996 pertumbuhan ekonomi Indonesia mulai menurun dibandingkan dengan periode sebelumnya. Penurunan indikator ekonomi mencapai puncaknya pada tahun 1998, ditandai oleh pertumbuhan ekonomi yang negatif sebesar -13,55%, suku bunga SBI mencapai 37,84%, tingkat inflasi melaju pada angka 77,63%, nilai tukar Rupiah-Dollar AS menjadi sebesar Rp.8.025,00, dan IHSG menurun menjadi 398.03 poin. Walaupun mulai tahun 1999 ada tanda-tanda bahwa krisis mereda, namun secara umum belum bisa dikatakan pulih sebagaimana periode-periode sebelumnya.

Tabel 1
Keadaan Ekonomi Indonesia Selama Periode 1996-2000

Periode	Pertumbuhan Ekonomi (%)	Suku Bunga SBI (%)	Tingkat Inflasi (%)	Nilai Tukar Rp-US\$ (Rupiah)	IHSG (Poin)
1996	7.8	12.26	6.47	2383	637.43
1997	4.9	17.38	11.05	4650	401.71
1998	-13.55	37.84	77.63	8025	398.03
1999	0.8	12.51	2.01	7100	543.03
2000	4.8	14.53	9.35	9595	494.03

Sumber: Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia (beberapa edisi)

Perekonomian Indonesia yang semakin tidak stabil ini secara langsung berdampak pula pada kegiatan dunia usaha, walaupun dampak krisis terhadap kelompok badan usaha yang sensitif tidak sama dengan yang dirasakan oleh kelompok badan usaha yang kurang sensitif terhadap krisis. Hal ini sesuai dengan pernyataan Bodie et al. (1995:524) bahwa ada badan usaha-badan usaha yang sensitif terhadap krisis dan ada badan usaha-badan usaha yang kurang sensitif terhadap krisis. Badan usaha-badan usaha yang sensitif terhadap krisis merupakan badan usaha-badan usaha berisiko tinggi, sedangkan badan usaha-badan usaha yang kurang sensitif terhadap krisis merupakan badan usaha-badan usaha yang tergolong berisiko rendah. Lebih lanjut, Bodie et al. mengatakan:

“Once the analyst forecast the state of macroeconomy, it is necessary to determine the implication of the forecast to specific industries. Not all industries are equally sensitive to the business cycle. ... Necessities will show little sensitivity to business condition. Examples of the industries in this group are food, drugs, and medical services. ... In contrast, firm in industries such as machine tools, steel,

auto, and transportation are highly sensitive to the state of the economy.”

Konsep risiko sendiri terdiri atas risiko sistematis dan risiko tidak sistematis yang oleh Jones (1996:141-142) didefinisikan sebagai berikut: (1) risiko sistematis adalah variabilitas dalam *total return* sebuah sekuritas yang secara langsung berhubungan dengan pergerakan pasar atau perekonomian secara umum; sedangkan risiko tidak sistematis merupakan variabilitas *total return* sebuah sekuritas yang tidak berhubungan dengan pasar secara keseluruhan.

Risiko tidak sistematis yang merupakan risiko yang berhubungan dengan perubahan kondisi mikro badan usaha penerbit sekuritas pada umumnya mudah untuk ditanggulangi oleh para investor, yaitu dengan melakukan diversifikasi investasi atau dengan memiliki port folio investasi. Tetapi, risiko sistematis yang lebih banyak berhubungan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan tidak dapat dihilangkan melalui diversifikasi. Eduardus Tandelilin (2001:92) menyatakan bahwa risiko sistematis terkait dengan faktor-faktor ekonomi makro yang mempengaruhi semua sekuritas yang ada. Alat untuk mengukur risiko sistematis suatu sekuritas adalah beta. Lebih lanjut Eduardus Tandelilin (2001:98) mengatakan bahwa beta menunjukkan sensitivitas return suatu sekuritas terhadap perubahan market return. Koefisien beta dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Beta} = \frac{\text{Covariance } k_j, k_m}{\text{Variance of } k_m}$$

Hal ini berarti bahwa semakin tinggi beta suatu sekuritas, maka semakin sensitif sekuritas tersebut terhadap perubahan pasar. Sebaliknya, bila suatu sekuritas memiliki beta yang rendah, maka sekuritas tersebut semakin kurang sensitif terhadap perubahan pasar.

Dampak krisis terhadap dunia usaha dapat dilihat dari kinerja badan usaha yang secara langsung terefleksi pada harga saham badan usaha tersebut di bursa. Harga saham menurut Weston and Brigham (1993:225) merupakan harga yang terjadi pada saat saham diperjual-belikan di pasar. Sedangkan Jones (1991:409) mengemukakan bahwa nilai pasar yang mencerminkan harga pasar suatu saham adalah harga pasar pada saat ini (*current market price*). Harga saham yang digunakan sebagai dasar perhitungan dalam penelitian ini adalah harga penutupan yang oleh Hildreth (1998:34) didefinisikan sebagai berikut: “*Closing price is the last price at which a security traded on a business day.*”

Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham meliputi faktor internal atau faktor mikro badan usaha dan faktor eksternal atau yang juga disebut sebagai faktor-faktor ekonomi makro. Faktor internal mengacu pada keadaan internal badan usaha, seperti yang dijelaskan oleh Weston dan Brigham (1993:24) bahwa:

“We see, then, that the firm’s stock price is depend on the following factors: projected earnings per share, timing of earning tream, riskiness of the projected earnings, use of debt, and dividend policy.”

Sedangkan faktor eksternal juga berpengaruh terhadap harga saham diungkapkan oleh Jones (1996:504) sebagai berikut: “*A logical starting point in assessing the stock market is to understand the economic factors that affect stock prices.*” Bodie et al. (1995:682) menyatakan bahwa ada beberapa peubah kunci yang digunakan oleh para analis untuk mengukur kondisi ekonomi makro, mencakup *gross domestic product, employment, inflation, interest rate, budget deficit, exchange rate, current account, dan sentiment.*

Kondisi perekonomian suatu negara yang dapat dilihat dari indikator-indikator ekonomi makronya memiliki pengaruh yang besar

terhadap harga saham badan usaha di negara yang bersangkutan. Saat kondisi perekonomian dalam keadaan baik dan berkembang, harga saham akan meningkat. Sebaliknya, jika kondisi perekonomian negara tersebut dalam keadaan krisis, tidak satu saham pun yang akan lolos dari imbas kondisi yang tidak menguntungkan ini sekalipun kinerjanya secara internal baik. Hal ini sesuai dengan pernyataan yang dikemukakan oleh Teweless dan Bradley (1982:329) sebagai berikut:

“Stock price tend to be strong when the economy is strong and weak, however, there are significant differences among groups of stocks and in the performance of individual stock that reflect special circumstances in the fortunes of particular companies.”

Pendapat tersebut juga diperkuat oleh pendapat Mayo (1993:390) sebagai berikut:

“During periods of prosperity, a security prices as a whole tend to rise. Thus even poor investment decision may produce acceptable or even superior results. Conversely, during periods of economic downturn even excellent security analysis may not protect the investors from declining security prices. For these reasons, the ability to forecast the future macroeconomic environment may even be more important than the purchase of specific securities.”

Berdasarkan kedua pernyataan tersebut dan situasi penelitian yang masih krisis, maka penelitian ini tidak melibatkan faktor internal badan usaha. Penelitian ini juga tidak meneliti pengaruh semua peubah ekonomi makro, tetapi hanya memfokuskan pada peubah-peubah inflasi, suku bunga, dan nilai tukar. Hal ini sesuai dengan pernyataan Solnik (1991:14) bahwa perubahan-perubahan pada inflasi, suku bunga, dan nilai tukar berdampak pada harga sekuritas. Penelitian yang dilakukan oleh Endang

Ernawati dan Liliana Inggrit Wijaya (2001) dengan judul “Komparasi Pengaruh Peubah-Peubah Ekonomi Makro Terhadap Harga Saham antara Sektor Barang Konsumsi dengan Sektor Property & Real Estate di PT. Bursa Efek Jakarta Periode Juli 1997-Desember 1998” juga menggunakan peubah-peubah suku bunga, inflasi, dan nilai tukar sebagai peubah ekonomi makro.

Samuelson dan Nordhaus (1995:574) menyatakan bahwa tingkat inflasi adalah meningkatnya aras harga secara umum. Pengukuran terhadap besaran tingkat inflasi ini menurut Clark (1990:264) dapat ditentukan sebagai persentase perubahan dalam indeks harga umum sebagaimana GNP deflator atau indeks harga konsumen (IHK). Untuk menghitung laju inflasi berdasarkan indeks harga konsumen, Watchel (1989:31) mengemukakan formula sederhana sebagai berikut:

$$t = \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1$$

Menurut formula ini, t adalah tingkat inflasi pada periode t , I_t adalah IHK pada periode t , dan I_{t-1} adalah IHK pada periode $t-1$. Berdasarkan formula tersebut, maka tingkat inflasi dapat diidentikkan dengan perubahan indeks harga konsumen. Dalam kaitannya dengan inflasi ini, Schwarger (1995:586) menyatakan: “*Inflation is the most insidious influences on the stock market.*” Dari pernyataan ini dapat diketahui bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah inflasi. Hal ini juga didukung oleh Ritchie (1996:98) yang menyatakan bahwa:

“Stock perform poorly during an accelerating phase of inflation. History suggest that when inflation rates slow down appreciably, stock price move up substantially.”

Pernyataan Ritchie ini menunjukkan bahwa hubungan antara tingkat inflasi dengan harga saham adalah negatif.

Selain inflasi, peubah ekonomi makro yang mempengaruhi harga saham adalah suku bunga. Diulio (1987:42) mendefinisikan suku bunga sebagai berikut: *“Interest is the rental fee that surplus spending units receive for supplying funds to deficit spending units.”* Sementara menurut Pinches (1994:46), suku bunga diartikan sebagai tarif yang dibayar atas uang yang dipinjam atau diterima atas uang yang dipinjamkan, biasanya dinyatakan sebagai tingkat persentase per tahun.

Konsep suku bunga dapat dibedakan menjadi dua, yaitu suku bunga nominal dan suku bunga riil. Dalam kaitannya dengan konsep ini, Clark et al. (1990:320) menyatakan sebagai berikut:

“Nominal interest rates as stated. Real interest rates are nominal interest rates less the expected inflation rate. Distinguishing real from nominal interest rates is important because during a period of inflation, an apparently high interest rate may represent little or no return in term of purchasing power.”

Hubungan antara suku bunga dengan harga saham dikemukakan oleh Weston dan Brigham (1993:116) sebagai berikut: *“Interest rate obviously affect stock prices because of their affects on profits.”* Mengenai arah hubungan antara suku bunga dengan harga saham, Gup mengungkapkan sebagai berikut:

“There is a relationship between stock price and short term interest rates such as Treasury Bills. A close examination reveals that they tend to be inversely related. This means that when market rate of interest go up, stock price tend to go down. Conversely, when market rate of interest decline, stock price tend to increase.”

Peubah ekonomi makro lainnya yang juga mempengaruhi harga saham adalah nilai tukar mata uang. Nilai tukar merupakan harga mata uang suatu negara dinyatakan dalam mata uang negara lain (Eiteman et al., 1995:26). Pernyataan ini didukung oleh pernyataan Daniel dan Radebough (1995:322) bahwa nilai tukar adalah jumlah satuan suatu mata uang yang diperlukan untuk memperoleh satu satuan mata uang lainnya.

Perubahan nilai tukar mata uang dapat disebabkan oleh campur tangan pemerintah atau disebabkan oleh mekanisme pasar melalui permintaan dan penawaran mata uang. Perubahan nilai tukar yang disebabkan oleh mekanisme pasar hanya dapat terjadi di negara yang menganut sistem devisa mengambang terkendali (*managed floating exchange rate system*) atau sistem devisa mengambang bebas (*freely floating exchange rate system*). Mengingat selama periode penelitian, Indonesia telah menerapkan sistem devisa mengambang terkendali bahkan per 14 Agustus 1997 telah menerapkan sistem devisa bebas, maka perubahan nilai tukar mata uang dimungkinkan terjadi. Perubahan nilai tukar dapat berupa penguatan mata uang (apresiasi) atau pelemahan mata uang (depresiasi). Perubahan nilai tukar ini dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\frac{\text{Percent change in Foreign currency Value}}{\text{Value}} = \frac{S - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Dalam rumus tersebut, S adalah nilai tukar spot periode ini dan S_{t-1} adalah nilai tukar spot periode sebelumnya.

Nilai tukar dalam kaitannya dengan investasi dapat dilihat dari dua sudut pandang, yaitu sudut pandang investor maupun sudut pandang badan usaha. Bila dilihat dari sudut pandang investor, Solnik (1991:17) menyatakan:

“From a practical standpoint, any investor should be concerned about the reaction of his/her domestic capital market to international monetary disturbance such as exchange rate movement.”

Sedangkan dari sisi badan usaha, Madura (1990:173) menyatakan bahwa:

“Stock prices of United States importing firms primarily involved in exporting could be favorably affected by a weak dollar and adversely affected by a strong dollar. Stock prices of United States importing firms could be affected in the opposite manner.”

Di Indonesia sendiri, badan usaha yang sudah *go-public* (emiten) yang tergolong domestik murni sudah amat langka bahkan bisa dikatakan tidak ada. Oleh karena itu, nilai tukar termasuk peubah yang masih sangat gayut untuk diteliti.

Peubah-peubah ekonomi makro yang tidak dilibatkan dalam penelitian ini adalah *Gross Domestic Product (GDP)*, *employment*, *budget deficit*, dan *current account* (neraca berjalan). GDP tidak diteliti, karena menurut definisi yang dikemukakan oleh Parkin (1996:507) GDP adalah nilai dari seluruh barang dan jasa yang dihasilkan oleh perekonomian dalam satu tahun. Dari definisi ini berarti data GDP dinyatakan dalam satuan tahun, sedangkan penelitian ini menggunakan data bulanan. Selain GDP, *employment* juga tidak diteliti, karena Samuelson dan Nordhaus (1995:588) menyatakan bahwa:

“The Philip Curve illustrates the trade-off theory of inflation. According to this view, a nation can buy a lower level of unemployment if it is willing to pay the price level of inflation.”

Pernyataan ini mengandung arti bahwa suatu negara dapat menurunkan tingkat inflasi dengan konsekuensi peningkatan terhadap tingkat pengangguran. Hubungan antara inflasi dan tingkat pengangguran digambarkan dalam bentuk kurva Philip. Oleh karena peubah *employment* sudah tercakup dalam peubah inflasi, maka peubah *employment* tidak diteliti.

Peubah ekonomi makro lainnya yang juga tidak diteliti adalah *budget deficit*. Defisit anggaran terjadi ketika pengeluaran pemerintah lebih besar daripada penerimaan pajak. Pada umumnya pemerintah menerbitkan obligasi untuk menutup defisit tersebut. Tetapi, kenyataan yang terjadi di Indonesia berbeda, karena selama ini defisit anggaran ditutup dengan menggunakan utang luar negeri yang dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) disebut dengan bantuan luar negeri. Neraca berjalan juga tidak diteliti, karena sudah tercermin pada pergerakan nilai tukar mata uang. Hal ini sesuai dengan pernyataan Bodie et al. (1995:510) sebagai berikut:

“A persistent United States deficit implies that the demand for dollar by foreigners who are purchasing foreign goods exceeds the demand for dollar by foreigners purchasing United States goods. This imbalance places downward pressure on the value of the dollar in term of currencies. For this reason, news of an unfavorable trade deficit often causes the dollar to depreciate.”

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh peubah-peubah ekonomi makro terhadap harga saham antara kelompok badan usaha berisiko tinggi (beta lebih besar dari satu) dan kelompok badan usaha berisiko rendah (beta lebih kecil dari satu) dan secara deskriptif mencoba membandingkan hasil dari kedua kelompok tersebut. Dalam penelitian ini, pasar modal Indonesia diasumsikan sudah efisien dalam

bentuk setengah kuat (*semi-strong form efficiency*). Beberapa penelitian yang mendukung asumsi ini adalah penelitian yang dilakukan oleh Ambar Woro dan Bambang Sudiby (1998), serta Wiwik Utami dan Suharmadi (1998).

METODOLOGI

Pada awal kegiatan penelitian ini, peneliti telah melakukan observasi data empiris terhadap suku bunga SBI, nilai tukar Rupiah-Dollar Amerika Serikat, tingkat inflasi, dan harga saham PT Jaya Real Property yang dianggap mewakili kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan PT Miwon Indonesia yang dianggap mewakili kelompok emiten dengan $\beta < 1$ selama periode Juli 1997 hingga Desember 2000 disajikan pada tabel 2.

Tabel 2

Hubungan antara Suku Bunga, Nilai Tukar, dan Inflasi dengan Harga Saham PT Jaya Real Property (JRPT) dan Harga Saham PT Miwon Indonesia (MWON) Periode Juli 1997-Desember 2000

Periode	Suku Bunga SBI	Nilai Tukar Rp-US\$	Inflasi	Harga Saham JRPT	Harga Saham MWON
Jul-97	9.04	2508	0.6633	3500	3000
Aug-97	19.72	2800	0.8837	2000	3000
Sep-97	21.42	3055	1.2861	1100	2900
Oct-97	16.36	3616	1.9896	625	2825
Nov-97	15.91	3492	1.6469	450	2800
Dec-97	15.61	4909	2.0446	275	1750
Jan-98	11.45	9663	6.8755	250	1550
Feb-98	11.60	8950	12.7603	475	1550
Mar-98	25.59	9688	5.4896	750	1575
Apr-98	40.40	7911	4.6984	550	1500
May-98	48.21	9897	5.2402	350	1100

Setiawati, Ernawati, Komparasi Pengaruh Peubah-peubah Ekonomi Makro

Jun-98	51.00	13535	4.6385	175	1000
Jul-98	46.27	13963	8.5595	225	750
Aug-98	63.28	11950	6.2988	200	600
Sep-98	65.49	10844	3.7492	175	500
Oct-98	60.00	8288	-0.2693	150	600
Nov-98	50.07	7685	0.0810	300	700
Dec-98	36.42	7752	1.4190	300	1100
Jan-99	33.46	8950	2.9700	225	1100
Feb-99	36.24	8730	1.2614	175	900
Mar-99	38.02	8685	-0.1786	175	1000
Apr-99	35.87	8260	-0.6820	325	1000
May-99	29.01	8105	-0.2825	875	1000
Jun-99	22.39	6726	-0.3370	1075	900
Jul-99	16.06	6975	-1.0487	875	1125
Aug-99	14.13	7565	-0.9310	775	1150
Sep-99	13.70	8386	-6848	750	1275
Oct-99	13.07	6900	0.0554	975	1000
Nov-99	12.85	7425	0.2500	950	1600
Dec-99	10.78	7100	1.7337	1025	1200
Jan-00	10.16	7425	1.3188	1025	950
Feb-00	11.06	7505	0.0731	975	1050
Mar-00	11.48	7590	-0.4531	925	1050
Apr-00	10.44	7945	0.5579	825	1075
May-00	10.24	8620	0.8419	700	1200
Jun-00	11.24	8735	0.4971	750	1500
Jul-00	12.25	9003	1.2822	615	1225
Aug-00	13.02	8290	0.5121	675	1550
Sep-00	13.68	8780	-0.0566	575	1125
Oct-00	12.58	8395	1.1611	625	1150
Nov-00	12.83	9530	1.3157	525	1175
Dec-00	12.59	9595	1.9434	575	1175

Sumber: Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, www.jsx.co.id, diolah.

Hasil observasi yang disajikan pada tabel 2 dapat diketahui adanya kecenderungan hubungan antara suku bunga SBI, nilai tukar Rupiah-Dollar AS, dan tingkat inflasi dengan harga saham. Harga saham PT Jaya Real Property cenderung mengalami penurunan yang lebih besar dibandingkan penurunan yang terjadi pada harga saham PT Miwon Indonesia. Berdasarkan fakta ini, masalah yang akan diteliti dirumuskan sebagai berikut: “Apakah ada pengaruh suku bunga, nilai tukar, dan inflasi terhadap harga saham pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ yang terdaftar di PT Bursa Efek Jakarta selama periode Juli 1997 hingga Desember 2000? Apakah secara deskriptif besarnya pengaruh antara kedua kelompok tersebut berbeda?” Dari perumusan masalah yang telah dibuat dan telaah pustaka yang telah dilakukan, selanjutnya dapat dirumuskan hipotesis kerja sebagai berikut: “Diduga ada pengaruh suku bunga, nilai tukar, dan inflasi terhadap harga saham pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ yang terdaftar di PT Bursa Efek Jakarta selama periode Juli 1997 hingga Desember 2000 dan diduga ada perbedaan pengaruh secara deskriptif antara kedua kelompok emiten tersebut.” Berdasarkan hipotesis yang telah dirumuskan ini, maka langkah berikutnya yang harus dilakukan adalah membuat rancangan pembuktian atau rancangan penelitian.

Penelitian yang dilakukan ini menurut jenisnya termasuk penelitian kausal, karena bertujuan mengetahui hubungan kausal antar peubah-peubah yang diteliti. Sedangkan menurut teknik yang digunakan, penelitian ini tergolong penelitian eksperimental. Peubah yang diteliti meliputi harga saham sebagai peubah dependen serta suku bunga, nilai tukar, dan tingkat inflasi sebagai peubah independen. Harga saham dioperasionalkan sebagai harga saham rata-rata, yaitu penjumlahan harga penutupan setiap akhir bulan pada kelompok emiten berisiko tinggi ($\beta > 1$) dan pada kelompok emiten berisiko rendah ($\beta < 1$) yang terdaftar di PT BEJ dibagi jumlah

emiten pada masing-masing kelompok dinyatakan dalam satuan rupiah. Suku bunga diukur dengan menggunakan suku bunga riil Sertifikat Bank Indonesia (periode 28 hari) per annum yang dinyatakan setiap bulan dikurangi dengan tingkat inflasi pada bulan yang sama dinyatakan dalam satuan persen. Batasan operasional untuk nilai tukar adalah persentase perubahan nilai tukar spot pada bulan t terhadap nilai tukar spot pada bulan t-1. Data nilai tukar yang digunakan adalah kurs tengah BI untuk rupiah terhadap dollar Amerika Serikat dinyatakan dalam satuan rupiah. Sedangkan tingkat inflasi merupakan persentase perubahan indeks harga konsumen (IHK) pada bulan t terhadap bulan t-1 dinyatakan dalam satuan persen.

Target populasi dalam penelitian ini adalah emiten Bursa Efek Jakarta yang tidak melakukan *corporate action* berupa *right issue*, *bonus share*, *stock dividend*, *stock split*, konversi terhadap *convertible bond* selama periode penelitian, yaitu Juli 1997 hingga Desember 2000. Data penelitian berupa data sekunder diperoleh dari Bursa Efek Jakarta berupa display komputer atas harga saham bulanan periode Juli 1997 hingga Desember 2000 dan Laporan Mingguan Bank Indonesia. Aras pengukuran yang digunakan adalah aras rasio. Karena jenis penelitian ini merupakan penelitian kausal dan jumlah peubah bebas lebih dari satu, maka metode pengolahan data yang digunakan adalah metode regresi linier berganda.

Fungsi dasar regresi linier berganda yang dapat ditulis sebagai $Y = a + bX + e$ diubah menjadi model empiris dengan persamaan $HS = a + b_1 SBI + b_2 NT + b_3 INF + e$, dimana HS adalah harga saham, SBI adalah suku bunga SBI, NT adalah nilai tukar, dan INF adalah tingkat inflasi. Agar model memenuhi persyaratan BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), maka harus dilakukan beberapa uji asumsi dasar. Menurut Aliman (2000:22-84) terdapat lima asumsi dasar yang harus dipenuhi oleh persamaan regresi linier berganda, yaitu harus berdistribusi

normal, harus linier, tidak boleh terjadi otokorelasi, tidak boleh terjadi multikolinieritas, dan tidak boleh terjadi heteroskedastisitas. Apabila salah satu dari kelima asumsi dasar tersebut dilanggar, maka persamaan regresi yang diperoleh tidak lagi bersifat BLUE, sehingga pengambilan putusan melalui uji F dan uji t menjadi bias.

Uji melihat normalitas suatu model, dilakukan uji Jarque-Bera atau JB test dengan pedoman hipotesis sebagai berikut: (1) bila nilai $JB_{hitung} > \text{nilai}_{tabel}^2$, maka hipotesis yang menyatakan bahwa residual, e , adalah berdistribusi normal ditolak; (2) bila nilai $JB_{hitung} < \text{nilai}_{tabel}^2$, maka hipotesis yang menyatakan bahwa residual, e , adalah berdistribusi normal tidak dapat ditolak. Linieritas diuji dengan menggunakan *lagrange multiplier test* yang dikembangkan oleh Engle pada tahun 1982. Apabila R^2 hasil regresi dikalikan dengan jumlah data (n) yang adalah sama dengan $\frac{\div^2}{hitung} > \frac{\div^2}{tabel}$, maka hipotesis nol (H_0) yang menyatakan bahwa model yang benar adalah bentuk linier ditolak. Sebaliknya, bila nilai R^2 hasil regresi dikalikan dengan jumlah data (n) yang adalah sama dengan $\frac{\div^2}{hitung} < \frac{\div^2}{tabel}$, maka H_0 tidak dapat ditolak yang berarti model yang benar adalah bentuk linier.

Otokorelasi didefinisikan sebagai korelasi yang terjadi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti dalam data runtun waktu atau *time series*) atau ruang (seperti dalam data lintas sektoral atau *cross-section*). Tujuan dilakukannya uji otokorelasi adalah untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (periode sebelumnya). Jika ada korelasi, maka dinamakan ada masalah otokorelasi. Untuk mendeteksi apakah terjadi otokorelasi dapat dites dengan menghitung nilai *Durbin-Watson test* dengan persamaan:

$$d = \frac{\sum_{t=2}^{t=n} (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1})}{\sum_{t=2}^{t=n} \hat{e}_t^2}$$

Dalam persamaan tersebut d adalah nilai Durbin Watson, e_t adalah residual pada periode t , e_{t-1} adalah residual pada periode $t-1$, dan N adalah banyaknya data. Nilai DW statistik terletak antara 0 dan 4. Identifikasi gejala otokorelasi dapat dilakukan dengan menggunakan kurva yang dapat dilihat pada **gambar 1**. Berdasarkan persamaan untuk menghitung nilai DW dan gambar statistik d Durbin Watson, selanjutnya nilai DW statistik dibandingkan dengan nilai DW tabel dengan pedoman sebagai berikut:

- (1) Tolak H_0 yang menyatakan tidak ada otokorelasi positif, bila nilai DW statistik terletak antara $0 < d < d_L$;
- (2) Tolak H_0 yang menyatakan tidak ada otokorelasi negatif, bila nilai DW statistik terletak antara $4 - d_L < d < 4$;
- (3) Terima H_0 yang menyatakan tidak ada otokorelasi negatif ataupun otokorelasi positif, bila nilai DW statistik terletak antara $d_L < d < 4 - d_L$;
- (4) Ragu-ragu tidak ada otokorelasi positif, bila $d_L \leq d \leq d_U$; dan
- (5) Ragu-ragu tidak ada otokorelasi negatif, bila $d_L \leq d \leq 4 - d_L$.



Gambar 1
Statistik d Durbin Watson

Uji asumsi multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat korelasi antar peubah bebasnya. Tanda-tanda adanya multikolinieritas dapat dideteksi dari hal-hal berikut ini: (1) Besaran VIF (Variance Inflation Factor) yang nilainya lebih besar dari lima berarti peubah bebas tertentu mempunyai masalah multikolinieritas dengan peubah bebas lainnya; (2) Nilai tolerance di bawah 0.0001, eigenvalue mendekati nol, dan condition index melebihi 15; dan (3) Koefisien korelasi antar peubah bebasnya kuat atau di atas 0.5.

Uji asumsi dasar yang terakhir adalah uji heteroskedastisitas. Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varians residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Dalam penelitian ini, masalah heteroskedastisitas dideteksi dengan menggunakan uji White. Pedoman untuk penggunaan uji White adalah menolak hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model empiris yang sedang diestimasi apabila nilai R^2 hasil regresi dikalikan dengan jumlah data (n) yang hasilnya sama dengan $\frac{\div^2}{\text{hitung}}$ lebih kecil dibandingkan dengan $\frac{\div^2}{\text{tabel}}$, maka berarti ada penolakan hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat masalah heteroskedastisitas dan sebaliknya menolak hipotesis yang menyatakan terdapat masalah homoskedastisitas dalam model empiris yang sedang diestimasi apabila $\frac{\div^2}{\text{hitung}}$ lebih besar dibandingkan dengan $\frac{\div^2}{\text{tabel}}$.

Setelah semua asumsi dasar diuji dan memenuhi persyaratan, maka selanjutnya dilakukan pengujian terhadap hipotesis kerja yang telah dirumuskan. Pengujian hipotesis dilakukan baik secara serempak dengan menggunakan uji F maupun secara parsial dengan menggunakan uji t.

HASIL PENELITIAN

Setelah dilakukan seleksi terhadap emiten yang memenuhi karakteristik populasi, selanjutnya dilakukan perhitungan beta untuk masing-masing emiten agar dapat dikelompokkan ke dalam kelompok

emiten dengan $\beta > 1$ dan kelompok emiten dengan $\beta < 1$. Dari 287 emiten yang terdaftar di PT Bursa Efek Jakarta hingga tahun 2000, terdapat 41 emiten yang memiliki $\beta > 1$ dan 29 emiten yang memiliki $\beta < 1$. Kemudian data mentah disiapkan menjadi data siap olah sesuai dengan batasan operasional peubah yang telah ditetapkan. Keseluruhan data yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 3.

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program SPSS versi 7.5 dan program E-View versi 2.0. Pengujian terhadap lima asumsi dasar ternyata telah memenuhi persyaratan baik untuk kelompok emiten dengan $\beta > 1$ maupun untuk kelompok emiten dengan $\beta < 1$. Hasil pengujian normalitas diperoleh nilai Jarque-Bera normality test statistics adalah sebesar 1.221561 untuk kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan sebesar 7.101086 untuk kelompok emiten dengan $\beta < 1$. Hasil tersebut ternyata lebih kecil dari $\frac{\chi^2}{\text{tabel}}$ pada $\alpha = 0.05$ dengan *degree of freedom* = 2 adalah sebesar 7.81473 yang berarti residual berdistribusi normal. Pada uji linieritas diperoleh hasil $\frac{\chi^2}{\text{hitung}}$, yang merupakan hasil kali antara R^2 dengan jumlah data, pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ sebesar 1.1484 dan pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ sebesar 2.6512. Hasil ini juga lebih kecil dibandingkan dengan $\frac{\chi^2}{\text{tabel}}$ dengan $\alpha = 0.05$ dan *degree of freedom* = 5 adalah sebesar 11.0705 yang berarti model yang benar adalah bentuk linier. Masalah otokorelasi yang dideteksi dengan menggunakan Durbin Watson diperoleh nilai DW sebesar 1.8494 untuk kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan 1.681 untuk kelompok emiten dengan $\beta < 1$ ternyata pada kurva DW terletak di daerah tidak ada otokorelasi positif dan tidak ada otokorelasi negatif, karena dengan jumlah peubah bebas sebanyak 3 ($k = 3$) dan jumlah data sebanyak 42 ($n = 42$), maka diperoleh $d_L = 1.34$ dan $d_U = 1.66$ (dapat dilihat pada gambar 2).

Tes multikolinieritas pada kedua kelompok emiten juga menunjukkan bahwa model regresi bebas dari masalah ini. Hal ini bisa dilihat dari nilai-nilai VIF, *tolerance*, *eigenvalue*, *condition index*, dan

koefisien korelasi antar peubah bebas. Besaran VIF untuk suku bunga adalah 1.180, nilai tukar adalah 1.164, dan inflasi adalah 1.201. Nilai *tolerance* untuk suku bunga adalah 0.848, nilai tukar adalah 0.859, dan inflasi adalah 0.832. *Eigenvalue* untuk suku bunga adalah 0.150, nilai tukar adalah 0.460, dan inflasi adalah 0.971. Sedangkan *Condition Index* untuk suku bunga adalah 4.022, nilai tukar 2.293, dan inflasi adalah 1.579. Hasil ini sesuai dengan kerangka pembuktian mengenai uji asumsi dasar yang berarti tidak terjadi multikolinieritas antar peubah bebas.

Uji asumsi dasar yang terakhir adalah uji heteroskedastisitas. Hasil kali antara R^2 dengan jumlah data (n) diperoleh $\frac{\div^2}{hitung}$ sebesar 1.3836 untuk kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan sebesar $\frac{7.2534}{hitung}$ untuk kelompok emiten dengan $\beta < 1$. Bila dibandingkan dengan $\frac{\div^2}{tabel}$ dengan $\alpha = 0.05$ dan *degree of freedom* = 5 yang sebesar 11.0705, maka nilai $\frac{\div^2}{hitung}$ yang ditemukan adalah lebih kecil yang berarti terjadi penolakan terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model empiris.

Hasil pengolahan data untuk kelompok emiten dengan $\beta > 1$ diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$HS_{\beta > 1} = 1801.007 - 14.231 \text{ SBI} - 1.472 \text{ NT} - 2.547 \text{ INF}$$

Sedangkan untuk kelompok emiten dengan $\beta < 1$, hasil pengolahan data yang diperoleh dalam bentuk persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$HS_{\beta < 1} = 3085.027 - 17.532 \text{ SBI} - 9.907 \text{ NT} - 66.060 \text{ INF}$$

Berdasarkan hasil pengolahan data tersebut diketahui bahwa hubungan negatif sebagaimana diisyaratkan dalam telaah teoritis terpenuhi. Dengan asumsi peubah-peubah lain konstan, koefisien regresi untuk SBI pada

kelompok emiten dengan $\beta > 1$ adalah -14.231 berarti setiap perubahan suku bunga SBI sebesar 1%, maka harga saham rata-rata pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ akan berubah dalam arah yang berlawanan sebesar 14.231 rupiah. Pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ perubahan harga saham yang terjadi untuk setiap 1% perubahan suku bunga SBI adalah lebih besar, yaitu sebesar 17.532 rupiah.

Tabel 3
Hubungan antara Suku Bunga, Nilai Tukar, dan Inflasi dengan Harga Saham Kelompok Emiten dengan $\beta > 1$ dan Kelompok Emiten dengan $\beta < 1$ Periode Juli 1997-Desember 2000

Periode	Suku Bunga SBI (%)	Nilai Tukar Rp-US\$ (%)	Inflasi (%)	Harga Saham $\beta > 1$	Harga Saham $\beta < 1$
Jul-97	9.0367	2.4510	0.6633	2095.73	2175.86
Aug-97	19.7163	11.6427	0.8837	1376.83	1869.83
Sep-97	21.4239	9.1071	1.2861	1529.88	1899.14
Oct-97	16.3604	18.3633	1.9896	1460.98	1762.07
Nov-97	15.9131	-3.4292	1.6469	1178.05	1597.41
Dec-97	15.6054	40.5785	2.0446	1199.39	1516.38
Jan-98	11.4545	96.8425	6.8755	1482.93	1587.07
Feb-98	11.5997	-7.3787	12.7603	1472.56	1753.45
Mar-98	25.5904	8.2458	5.4896	1622.56	2027.59
Apr-98	40.4016	-18.3423	4.6984	1314.02	2103.45
May-98	48.2098	25.1043	5.2402	1235.98	1986.21
Jun-98	51.0015	36.7586	4.6385	1302.44	1898.28
Jul-98	46.2705	3.1622	8.5595	1371.95	2096.55
Aug-98	63.2812	-14.4167	6.2988	899.39	1876.72
Sep-98	65.4908	-9.2552	3.7492	684.15	1854.31
Oct-98	59.9993	-23.5706	-0.2693	765.85	2062.93
Nov-98	50.0690	-7.2756	0.0810	1020.12	2167.24
Dec-98	36.4209	0.8718	1.4190	1068.29	2204.31

Jan-99	33.4600	15.4541	2.9700	1078.05	2161.21
Feb-99	36.2386	-2.4581	1.2614	1162.80	2187.93
Mar-99	38.0186	-0.5155	-0.1786	1111.59	2331.03
Apr-99	35.8720	-4.8935	-0.6820	1444.51	2428.45
May-99	29.0125	-1.8765	-0.2825	1718.29	2771.55
Jun-99	22.3870	-17.0142	-0.3370	1950.00	2903.45
Jul-99	16.0587	3.7021	-1.0487	1803.05	2810.34
Aug-99	14.1310	8.4588	-0.9310	1720.73	2727.59
Sep-99	13.7048	10.8526	-6848	1618.29	2838.79
Oct-99	13.0746	-17.7200	0.0554	1675.00	3037.93
Nov-99	12.8500	7.6087	0.2500	1660.98	3234.48
Dec-99	10.7763	-4.3771	1.7337	1915.24	3399.14
Jan-00	10.1612	4.5775	1.3188	1721.34	3182.76
Feb-00	11.0569	1.0774	0.0731	1592.07	3209.48
Mar-00	11.4831	1.1326	-0.4531	1803.05	3192.24
Apr-00	10.4421	4.6772	0.5579	1631.71	3155.17
May-00	10.2381	8.4959	0.8419	1526.83	3127.59
Jun-00	11.2429	1.3341	0.4971	1615.24	3053.45
Jul-00	12.2478	3.0681	1.2822	1573.41	3151.21
Aug-00	13.0179	-7.9196	0.5121	1530.98	3023.10
Sep-00	13.6766	5.9107	-0.0566	1336.10	2991.38
Oct-00	12.5789	-4.3850	1.1611	1330.73	3040.52
Nov-00	12.8343	13.5200	1.3157	1504.39	3026.38
Dec-00	12.5866	0.6821	1.9434	1455.24	3007.07

Sumber: Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, www.jsx.co.id, diolah.

Untuk peubah nilai tukar, koefisien regresi yang ditemukan pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ adalah -1.472 yang berarti setiap perubahan nilai tukar sebesar 1% akan diikuti dengan perubahan harga saham rata dalam arah yang berlawanan sebesar 1.472 rupiah. Sementara pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ angka yang ditemukan adalah sebesar 9.907 atau lebih besar. Koefisien regresi untuk peubah infasi, pada

kelompok emiten dengan $\beta > 1$ adalah -2.547 yang menggambarkan setiap ada perubahan tingkat inflasi sebesar 1%, maka harga saham rata-rata pada kelompok ini akan berubah dalam arah yang berlawanan sebesar 2.547 rupiah.

Dari hasil yang ditemukan ini tampak bahwa kelompok emiten dengan $\beta > 1$ atau lebih berisiko selama masa krisis secara rata-rata masih lebih baik dibandingkan dengan kelompok emiten dengan $\beta < 1$. Tetapi, bila diperhatikan koefisien regresi standar, hasil yang diperoleh berbeda. Pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ diperoleh koefisien regresi standar untuk peubah-peubah suku bunga SBI, nilai tukar, dan inflasi berturut-turut sebesar -0.766 , -0.093 , dan -0.024 . Sedangkan pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ diperoleh koefisien regresi standar untuk peubah-peubah suku bunga SBI, nilai tukar, dan inflasi berturut-turut sebesar -0.504 , -0.334 , dan -0.326 . Berdasarkan koefisien regresi standar, maka peubah yang paling dominan berpengaruh terhadap harga saham baik pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ maupun pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ adalah suku bunga SBI, walaupun besaran angka yang diperoleh berbeda, dalam hal ini lebih besar pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$. Sedangkan dua peubah lainnya, yaitu nilai tukar dan inflasi, koefisien regresi standar lebih besar pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ dibandingkan dengan kelompok emiten dengan $\beta > 1$.

Dari hasil pengujian hipotesis diketahui bahwa pengaruh peubah-peubah ekonomi makro yang diteliti baik untuk kelompok emiten dengan $\beta > 1$ maupun untuk kelompok emiten dengan $\beta < 1$ adalah signifikan dengan aras signifikansi di bawah 5%. Sedangkan secara parsial, semua peubah yang diteliti menunjukkan pengaruh yang signifikan, kecuali pada peubah nilai tukar untuk kelompok emiten dengan $\beta > 1$ diperoleh hasil pengujian yang tidak signifikan, karena aras signifikansi yang ditemukan adalah 0.419 atau 41.9% jauh lebih besar dari aras signifikansi yang telah ditetapkan.

Koefisien determinasi (R^2) pada kelompok emiten dengan beta > 1 adalah sebesar 0.577 atau 57.7%, sedangkan pada kelompok emiten dengan beta < 1 angka yang diperoleh tidak berbeda jauh, yaitu sebesar 0.544 atau 54.4%. Nilai koefisien ini dapat dikatakan masih tergolong rendah.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil penelitian yang diperoleh berupa hasil pengolahan data dan hasil pengujian hipotesis, selanjutnya hasil-hasil tersebut akan diinterpretasikan agar jelas maknanya. Secara keseluruhan dapat dikatakan bahwa peubah-peubah ekonomi makro yang diteliti mempunyai pengaruh terhadap harga saham rata-rata dan pengaruh tersebut secara statistik adalah signifikan baik pada kelompok emiten dengan beta > 1 maupun pada kelompok emiten dengan beta < 1 . Namun demikian, sensitivitas harga saham terhadap peubah-peubah ekonomi makro tersebut untuk masing-masing kelompok adalah berbeda. Pada kelompok emiten dengan beta > 1 cenderung lebih sensitive dibandingkan kelompok emiten dengan beta < 1 . Hal ini berarti bahwa saham-saham kelompok emiten dengan beta > 1 lebih berisiko dilihat dari peubah-peubah ekonomi makro yang diteliti. Saham-saham berisiko tinggi mengandung makna bahwa hasil yang dijanjikan juga lebih besar.

Pada kedua kelompok emiten diketahui bahwa suku bunga SBI merupakan peubah yang dominan dalam mempengaruhi harga saham. Hal ini berarti bahwa antara harga saham dengan suku bunga SBI mempunyai hubungan negatif langsung. Artinya, setiap ada perubahan suku bunga SBI akan langsung direspons oleh perubahan harga saham dalam arah yang berlawanan. Selama periode krisis, suku bunga SBI sempat membumbung tinggi, maka harga saham secara rata-rata akan turun (tampak pada data penelitian di tabel 3). Tetapi, karena sensitivitas masing-masing kelompok emiten tidak sama, maka turunnya harga saham

sebagai akibat dari naiknya suku bunga SBI juga tidak sama. Pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ penurunan harga saham adalah lebih besar dibandingkan penurunan yang terjadi pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$.

Nilai koefisien determinasi (R^2) pada kedua kelompok emiten hampir sama, yaitu sebesar 0.577 pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan sebesar 0.544 pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$. Nilai R^2 yang ditemukan dalam penelitian ini dapat dikatakan rendah. Nilai koefisien sebesar ini menunjukkan bahwa kemampuan menjelaskan dari variabilitas peubah-peubah ekonomi makro yang diteliti terhadap harga saham rata-rata pada kedua kelompok tidak terlalu tinggi. Dengan kata lain, masih ada peubah-peubah lain yang juga berperan dalam memberikan penjelasan secara lebih baik.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian serta pembahasan yang telah dilakukan, maka secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa hipotesis kerja yang menyatakan ada pengaruh antara suku bunga, nilai tukar, dan inflasi pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan kelompok emiten dengan $\beta < 1$ dapat diterima, walaupun besarnya pengaruh antara kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dengan kelompok emiten dengan $\beta < 1$ adalah berbeda. Pada kedua kelompok ditemukan bahwa peubah yang dominan berpengaruh terhadap harga saham adalah peubah suku bunga SBI dan hubungan yang ditemukan antara keduanya adalah negatif. Hal ini berarti antara suku bunga SBI dengan harga saham mempunyai hubungan negatif langsung yang berarti setiap ada perubahan pada suku bunga SBI, maka akan langsung direspons oleh perubahan harga saham dalam arah yang berlawanan. Namun demikian, besarnya koefisien regresi standar yang menggambarkan sensitivitas antara kedua peubah pada kedua kelompok emiten ternyata tidak sama. Pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$,

koefisien regresi standar adalah lebih besar dibandingkan dengan koefisien regresi standar pada kelompok emiten dengan $\beta < 1$ yang berarti sensitivitas antara kedua peubah pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ adalah lebih tinggi daripada kelompok emiten dengan $\beta < 1$.

Selama periode krisis, dimana suku bunga SBI sempat membumbung tinggi, maka harga saham pada kedua kelompok emiten akan mengalami penurunan, tetapi harga saham pada kelompok emiten dengan $\beta > 1$ adalah lebih besar daripada kelompok emiten dengan $\beta < 1$. Hal ini sekaligus menggambarkan bahwa saham-saham kelompok emiten dengan $\beta > 1$ adalah lebih berisiko dibandingkan dengan saham-saham kelompok emiten dengan $\beta < 1$.

Nilai koefisien determinasi pada kedua kelompok tidak jauh berbeda, yaitu sebesar 0.577 untuk kelompok emiten dengan $\beta > 1$ dan sebesar 0.544 untuk kelompok emiten dengan $\beta < 1$. Nilai yang ditemukan ini sebenarnya tergolong masih rendah, karena kemampuan menjelaskan dari variabilitas peubah-peubah ekonomi makro yang diteliti terhadap variabilitas harga saham hanya sekitar 50%. Jadi, masih ada peubah-peubah lain di luar model yang apabila disertakan dalam penelitian akan mampu memberikan penjelasan secara lebih baik.

Namun demikian, karena model yang ditemukan adalah signifikan, maka model dapat digunakan untuk memprediksi harga saham di waktu yang akan datang, walaupun harus tetap mempertimbangkan peubah-peubah lain yang mungkin juga berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian ini memang masih mengandung kelemahan, yaitu tidak diperhatikannya kemungkinan terjadi bias pada β yang dihitung, sehingga ada kemungkinan pengelompokan emiten juga kurang tepat.

- Madura, Jeff, 2000, *International Financial Management*, Sixth Edition, South Western College Publishing, Cincinnati.
- Mayo, H., 1993, *Investment an Introduction*, Fourth Edition, The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers, Philadelphia.
- Mishkin, Frederic S., 1996, *Financial Markets, Institutions, and Money*, Fifth Edition, Harper Collins College Publishers, New York.
- Parkin, M., D. Mc Taggart, and C. Findlay, 1996, *Macroeconomics*, Third Edition, Addison-Wesley Publishing Company, New York.
- Ritchie, Jr., 1996, *Fundamental Analysis*, Richard D Irwin, Inc., Boston.
- Samuelson, Paul A. and William D. Nordhaus, 1995, *Economics*, Fifteenth Edition, McGraw Hill, Inc., New York.
- Schwarger, J., 1995, *Fundamental Analysis*, John Wiley and Sons, Inc., New York.
- Solnik, B., 1991, *International Investment*, Second Edition, Addison-Wesley Publishing Company, Massachusetts.
- Teweless, R. and E. Bradley, 1982, *The Stock Market*, Fourth Edition, John Wiley and Sons, Inc., New York.
- Watchel, Paul, 1989, *Macroeconomics: From Theory to Practice*, McGraw Hill, Inc., New York.
- Weston, J. Fred, Eugene F. Brigham, 1993, *Essentials of Managerial Finance*, Tenth Edition, The Dryden Press Harcourt Brace College Publishers, Tokyo.
- Wiwik Utami dan Suharmadi, 1998, *Pengaruh Informasi Penghasilan Perusahaan terhadap Harga Saham di Bursa Efek Jakarta*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 1 No. 2, Juli, hal 255-268.