
**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP LIKUIDITAS PASAR
SAHAM: STUDI PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TELAH GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA**

Saut Purba

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Santo Thomas

email: purbasaut@gmail.com

Donalson Silalahi

Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Katolik Santo Thomas

email: purbasaut@gmail.com

Abstract

The purpose of this study is to obtain the empirical evidence about the impact of institutional ownership on stock market liquidity in manufacturing companies that have gone public on the Indonesia Stock Exchange. To achieve this goal, research was carried out on the Indonesia Stock Exchange using a research sample of 100 companies included in the manufacturing industry group. In explaining the effect of institutional ownership on stock market liquidity, 2 (two) models are used. The first model only uses institutional ownership as an independent variable, and the second model includes control variables, namely the standard deviation of price and volume of stock trading using the t test and the F test with a (alpha) of 10 percent. Based on the results of research and discussion, several conclusions can be drawn as follows: First, institutional ownership has a negative and significant effect on stock market liquidity and institutional ownership capacity in explaining stock market liquidity of 4.7 percent. Second, institutional ownership has a negative and significant effect on stock market liquidity, standard deviation of stock prices has a negative and significant effect on stock market liquidity, stock trading volume has a moderate and negative effect on stock market liquidity. The ability of these three variables in explaining stock market liquidity is 13.1 percent. Third, institutional ownership can increase stock market liquidity as indicated by the value of the direction coefficient and the level of significance of the variable of institutional ownership and the coefficient of direction and significance level of the standard deviation variable of stock prices.

Keywords: Institutional ownership, stock market liquidity, market risk, and trading volume

PENDAHULUAN

Pemisahan fungsi pengelola dan pemilik perusahaan akan menimbulkan masalah agensi (Jensen dan Meckling: 1976). Oleh karena itu, masalah agensi perlu diatasi untuk menjaga keberlanjutan suatu perusahaan. Masalah agensi dapat diatasi melalui mekanisme tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan perusahaan merupakan suatu komponen penting dari mekanisme tata kelola suatu perusahaan.

Pada dasarnya, struktur kepemilikan suatu perusahaan dapat dikelompokkan atas kepemilikan individual dan institusional. Dewasa ini, kepemilikan institusional telah menunjukkan perkembangan yang cukup fantastis. Pada tahun 1945, sebesar 5 persen ekuitas perusahaan dimiliki oleh institusi, pada tahun 1965 meningkat menjadi 24 persen, pada tahun 1981 meningkat menjadi 38 persen, dan pada tahun 1993 sudah lebih dari 50 persen (Jennings et al.: 2002). Lebih lanjut, La Porta *et al.* (1999) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia dikendalikan oleh pemegang saham besar, sehingga dapat dikemukakan bahwa kepemilikan institusional atau investor institusi semakin berperan dalam mengawasi aktivitas perusahaan. Artinya, kepemilikan institusional semakin penting di pasar keuangan (Agarwal: 2009).

Karakteristik pasar saham dapat dimanifestasikan oleh tingkat likuiditasnya. Hasil review teoritis menunjukkan bahwa likuiditas pasar saham dimanifestasikan oleh besaran *bid ask spread* dalam mekanisme perdagangan saham. *Bid ask spread* dalam mekanisme

perdagangan yang relatif besar menggambarkan bahwa pasar saham tidak likuid. Sebaliknya, *bid ask spread* dalam mekanisme perdagangan yang relatif rendah menggambarkan pasar saham likuid.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Dennis dan Weston (2001) menunjukkan bahwa investor institusi cenderung *informed trading*. Selanjutnya, Barabonev dan McNamara (2002) mengemukakan bahwa investor institusi sering dianggap sebagai investor yang memiliki informasi lebih lengkap tentang suatu perusahaan jika dibandingkan dengan investor individu. Oleh karena itu, investor institusi atau kepemilikan institusional dapat dianggap sebagai investor yang dapat mempengaruhi likuiditas pasar.

Studi empiris tentang peranan kepemilikan institusional terhadap likuiditas pasar saham telah banyak dilakukan, di antaranya: Rubin (2007); dan Brockman et al. (2008). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan yang negatif dan signifikan dengan *bid-ask spread*. Artinya, kehadiran investor institusi atau kepemilikan institusional dapat meningkatkan likuiditas pasar saham.

Hasil penelitian yang berbeda ditemukan pada penelitian yang dilakukan oleh Kothane dan Laux (1995) dan Sarin et al. (2000). Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan *bid-ask spread*. Artinya, kehadiran investor institusi atau kepemilikan institusional dapat menurunkan likuiditas pasar saham. Selanjutnya, hasil penelitian yang dilakukan oleh Chiang dan Venkatesh (1988) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki hubungan yang signifikan dengan *bid-ask spread*.

Hasil-hasil penelitian tersebut di atas memberikan kesimpulan yang tidak konsisten serta penelitian-penelitian tersebut pada umumnya dilakukan di bursa asing sehingga diperlukan penelitian lanjutan untuk mendapatkan bukti empiris tentang pengaruh kepemilikan institusional terhadap likuiditas pasar saham. Penelitian ini difokuskan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah go public di Bursa Efek Indonesia.

Lebih lanjut, Chen (1999) menegaskan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempengaruhi likuiditas pasar dan likuiditas pasar juga berhubungan dengan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur kepemilikan perusahaan. Oleh karena itu, dalam penelitian ini dipergunakan variabel kontrol, yaitu: Standar deviasi harga saham (risiko) dan volume perdagangan saham. Kedua variabel kontrol tersebut dimaksudkan untuk mengontrol hubungan kausal antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham. Oleh karena itu, variabel kontrol dalam penelitian ini bukan merupakan variabel utama yang akan diteliti tetapi sebagai variabel yang bertujuan untuk memperjelas pengaruh kepemilikan institusional terhadap likuiditas pasar saham.

Mengacu pada uraian tersebut di atas, maka dirumuskan masalah sebagai berikut: (a) bagaimanakah pengaruh kepemilikan institusional terhadap likuiditas pasar saham pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah go public di Bursa Efek Indonesia ?. (b) bagaimanakah pengaruh kepemilikan institusional terhadap likuiditas pasar saham dengan mempergunakan standar deviasi harga saham (risiko pasar) dan volume perdagangan saham sebagai variabel kontrol pada perusahaan - perusahaan manufaktur yang telah go public di Bursa Efek Indonesia ?.

Untuk menjawab permasalahan tersebut di atas terdapat dua paradigma yang dipergunakan, yaitu: paradigma *adverse selection* dan paradigma *trading* (Barabanov dan McNamara : 2002; Ginglinger dan Hamon : 2007).

Dalam paradigma *adverse selection* dikemukakan bahwa kepemilikan institusional atau investor institusi akan menghasilkan informasi asimetris di pasar modal. Investor institusi sering dipandang sebagai investor yang lebih piawai daripada investor individu sehingga kehadiran investor institusi akan menghasilkan informasi asimetris di pasar dan sebagai konsekuensinya akan menurunkan likuiditas. Paradigma ini selaras dengan hasil

penelitian yang dilakukan oleh Kothane dan Laux (1995) dan Sarin et al. (2000). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan *bid-ask spread*. Artinya, kehadiran investor institusi atau kepemilikan institusional dapat menurunkan likuiditas pasar saham.

Dalam paradigma *trading* dikemukakan bahwa kepemilikan institusional yang semakin besar akan meningkatkan likuiditas pasar saham. Kepemilikan institusional dapat meningkatkan likuiditas pasar saham melalui perbaikan penyebaran informasi di pasar modal. Artinya, kehadiran investor institusi mengakibatkan meningkatnya efisiensi informasi melalui persaingan sesama investor institusi. Paradigma ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rubin (2007); dan Brockman et al. (2008). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan yang negatif dan signifikan dengan *bid-ask spread*. Artinya, kehadiran investor institusi atau kepemilikan institusional dapat meningkatkan likuiditas pasar saham.

Lebih lanjut, Chen (1999) menegaskan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempengaruhi likuiditas pasar saham dan likuiditas pasar saham juga berhubungan dengan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur kepemilikan perusahaan. Oleh karena itu, dipergunakan variabel kontrol untuk mengontrol hubungan kausal antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham. Variabel kontrol yang dipergunakan adalah standar deviasi harga saham (risiko pasar) dan volume perdagangan saham.

Standar deviasi harga saham menggambarkan tingkat risiko pasar. Risiko pasar dapat mempengaruhi likuiditas pasar dengan dua cara. *Pertama*, risiko dapat mempengaruhi minat beli dan minat jual dan dengan demikian akan mempengaruhi biaya memproses pesanan. *Kedua*, risiko dapat mempengaruhi tingkat informasi asimetris dan dengan demikian akan mempengaruhi tingkat biaya informasi asimetris. Oleh karena itu, dapat dibuat paradigma bahwa standar deviasi harga saham (risiko) berhubungan positif dengan *bid ask spread*.

Selanjutnya, hubungan antara volume perdagangan saham dengan likuiditas pasar saham juga dapat dijelaskan melalui paradigma persediaan dan paradigma informasi. Dalam paradigma persediaan dikemukakan bahwa *bid ask spread* sudah sewajarnya ada sebagai kompensasi bagi perantara atas waktu dan modal yang telah diinvestasikan. Adanya *bid ask spread* memungkinkan perantara mampu menutupi biaya normal atas kegiatannya dan juga merupakan risiko bagi perantara akibat menyediakan jasa perdagangan dengan segera bagi investor. Dengan demikian, peningkatan volume perdagangan saham menggambarkan meningkatnya aktivitas perdagangan yang dilakukan oleh investor likuiditas dan aktivitas perdagangan tersebut juga merupakan *signaling* likuiditas pasar dengan harapan tidak terjadi penurunan likuiditas. Dengan mengacu pada paradigma tersebut, maka volume perdagangan yang semakin besar akan meningkatkan likuiditas pasar saham.

Selanjutnya, dalam paradigma informasi dikemukakan bahwa *bid ask spread* merupakan biaya yang berhubungan dengan kompensasi bagi perantara jika melakukan transaksi dengan investor piawai. Investor piawai melakukan aktivitas perdagangan dimotivasi oleh informasi *private* yang dimilikinya. Oleh karenanya, peningkatan volume perdagangan saham merupakan signal hadirnya investor piawai sehingga investor likuiditas mengalami kerugian bila melakukan transaksi dengan investor piawai. Kerugian tersebut dibebankan perantara kepada investor melalui pelebaran *bid ask spread*. Dengan mengacu pada paradigma tersebut, maka volume perdagangan saham yang semakin besar mengakibatkan likuiditas pasar saham semakin rendah.

KAJIAN TEORITIS

Konsep tata kelola perusahaan, pada awalnya berhubungan dengan konsekuensi dari terjadinya pemisahan antara kepemilikan dan kontrol atas suatu perusahaan. Sejalan

dengan perkembangan perusahaan, maka pengelolaan perusahaan yang semula dipegang oleh pemilik harus diserahkan kepada kaum profesional. Artinya, diperlukan suatu mekanisme untuk menjamin bahwa manajemen akan mengelola perusahaan sesuai dengan kepentingan pemilik.

Perkembangan konsep tata kelola perusahaan berikutnya berhubungan dengan kecenderungan terdapatnya konsentrasi kepemilikan perusahaan pada pihak-pihak tertentu (Syakhroza: 2005). Kondisi ini menggambarkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik sangat penting diimplementasikan dalam suatu perusahaan untuk keberlangsungan hidupnya.

Berdasarkan uraian tersebut maka dapat dikemukakan bahwa struktur kepemilikan suatu perusahaan sangat penting dipahami sebab berdampak terhadap keberlangsungan hidup suatu perusahaan. Lebih lanjut, Park (2009) mengemukakan bahwa para pemilik perusahaan tersebut berperan dalam membuat keputusan penting suatu perusahaan.

Hingga dewasa ini belum ada suatu kesepakatan tentang seberapa besar komposisi kepemilikan saham sehingga mereka dianggap sebagai pemilik perusahaan yang berperan dalam membuat keputusan penting bagi suatu perusahaan. Park (2009) mengemukakan bahwa jika porsi kepemilikan saham lebih besar dari 1 persen, maka posisi pemegang saham tersebut begitu penting dalam mempengaruhi perusahaan. Sebaliknya, jika posisi kepemilikan saham lebih rendah dari 1 persen, maka peranan mereka tidak begitu penting dalam mempengaruhi perusahaan. Berdasarkan pendapat tersebut, maka secara relatif hanya kelompok institusi yang dimungkinkan memiliki porsi kepemilikan saham yang lebih besar dari 1 persen. Dengan demikian dapat dikemukakan bahwa investor institusi cenderung berperan dalam membuat keputusan penting perusahaan.

Pada dasarnya, struktur kepemilikan suatu perusahaan dapat dikelompokkan atas kepemilikan individual dan institusional. Dewasa ini, kepemilikan institusional telah menunjukkan perkembangan yang cukup fantastis. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Dennis dan Weston (2001) menunjukkan bahwa investor institusi cenderung *informed trading*. Selanjutnya, Barabonev dan McNamara (2002) mengemukakan bahwa investor institusi sering dianggap sebagai investor yang memiliki informasi lebih lengkap tentang suatu perusahaan dibandingkan dengan investor individu. Oleh karena itu, investor institusi, seperti: lembaga keuangan perbankan, perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, yayasan, dan lain sebagainya dianggap sebagai investor yang dapat mempengaruhi keputusan penting perusahaan.

Jika kepemilikan institusi dapat mempengaruhi keputusan penting perusahaan, maka selanjutnya bagaimana dampak dari kepemilikan institusi tersebut terhadap kinerja perusahaan maupun likuiditas pasar ?. Likuiditas pasar dapat dijelaskan secara langsung maupun secara tidak langsung. Secara langsung, likuiditas pasar dijelaskan melalui besaran *bid ask spread* dalam mekanisme perdagangan saham. Oleh karenanya, *bid ask spread* dalam mekanisme perdagangan yang relatif kecil mengindikasikan bahwa pasar adalah *likuid*. Sebaliknya, *bid ask spread* dalam mekanisme perdagangan yang relatif besar mengindikasikan bahwa pasar tidak *likuid*.

Menurut Barabanov dan McNamara (2002); Ginglinger dan Hamon (2007) terdapat dua paradigma yang sering dipergunakan untuk menjelaskan hubungan kausal antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar, yaitu: *Pertama*, paradigma *adverse selection* dan *Kedua*, paradigma *trading*.

Dalam paradigma *adverse selection* dikemukakan bahwa kepemilikan institusional yang semakin besar akan menghasilkan informasi asimetris di pasar modal. Hal ini terjadi disebabkan investor institusi sering dipandang sebagai investor yang memiliki informasi superior dibandingkan dengan investor individu sehingga investor institusi menghasilkan informasi asimetris di pasar saham dan sebagai konsekuensinya akan berdampak pada

penurunan likuiditas pasar. Artinya, kehadiran investor institusi akan mengakibatkan *bid-ask spread* dalam mekanisme perdagangan saham semakin melebar.

Berbagai penelitian yang telah dilakukan dan mendukung paradigma *adverse selection*, diantaranya: Kothane dan Laux (1995) dan Sarin et al. (2000). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusi memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan *bid-ask spread*. Artinya, kehadiran investor institusi dapat menurunkan likuiditas pasar saham.

Selanjutnya, Paradigma *trading* mengemukakan bahwa kepemilikan institusional yang semakin besar akan meningkatkan likuiditas pasar saham melalui volume perdagangan yang lebih besar, jumlah pedagang yang semakin besar, lebih banyak analisis dalam menganalisis sekuritas, sehingga kehadiran investor institusi dimaksudkan untuk memperbaiki penyebaran informasi di pasar modal. Artinya, kehadiran investor institusi mengakibatkan meningkatnya efisiensi informasi yang dihasilkan melalui persaingan sesama investor institusi sehingga likuiditas pasar saham meningkat.

Berbagai penelitian yang telah dilakukan dan mendukung paradigma *trading*, diantaranya: Rubin (2007); dan Brockman et al. (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan yang negatif dan signifikan dengan *bid-ask spread*. Artinya, kehadiran investor institusi dapat meningkatkan likuiditas pasar saham.

Berdasarkan paparan tersebut terdapat dua bentuk hubungan kausal antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar, yaitu hubungan positif dan hubungan negatif. Jika kepemilikan institusional menghasilkan informasi asimetris mengakibatkan likuiditas pasar semakin rendah. Hubungan negatif antara struktur kepemilikan institusional dengan likuiditas disebabkan investor institusi termotivasi untuk memperbaiki investasi-investasi yang dilakukan perusahaan melalui pengawasan yang efisien. Oleh karenanya, kehadiran investor institusi akan memperbaiki operasi perusahaan dan sebagai konsekuensinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Lebih lanjut, kehadiran investor institusi adalah untuk memperbaiki penyebaran informasi dan menghasilkan tambahan minat berinvestasi mengakibatkan *bid-ask spread* dalam mekanisme perdagangan semakin rendah.

Chen (1999) menegaskan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempengaruhi likuiditas pasar saham dan likuiditas pasar saham juga berhubungan dengan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur kepemilikan perusahaan. Oleh karena itu, dipergunakan variabel kontrol, yaitu: Standar deviasi harga saham (risiko) dan volume perdagangan saham. Kedua variabel kontrol tersebut dimaksudkan untuk mengontrol hubungan kausal antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham. Oleh karenanya, variabel kontrol dalam penelitian ini bertujuan untuk memperjelas hubungan kausal antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham.

Standar deviasi harga saham menggambarkan tingkat risiko pasar. Risiko pasar dapat mempengaruhi *bid ask spread* dengan dua cara. *Pertama*, risiko dapat mempengaruhi minat beli dan minat jual dan dengan demikian akan mempengaruhi biaya untuk memproses pesanan. *Kedua*, risiko dapat mempengaruhi tingkat informasi asimetris dan dengan demikian akan mempengaruhi tingkat biaya *adverse selection*. Oleh karena itu, standar deviasi harga saham berhubungan positif dengan *bid ask spread*. Artinya, risiko pasar menurunkan tingkat likuiditas pasar saham.

Selanjutnya, hubungan antara volume perdagangan saham dengan likuiditas pasar saham dijelaskan melalui paradigma persediaan dan paradigma informasi. Dalam paradigma persediaan dikemukakan bahwa *bid ask spread* sudah sewajarnya ada sebagai kompensasi bagi perantara atas waktu dan modal yang telah diinvestasikan. Adanya *bid ask spread* memungkinkan perantara mampu menutupi biaya normal atas kegiatannya dan juga merupakan risiko bagi perantara akibat menyediakan jasa dengan segera bagi investor.

Dengan demikian, peningkatan volume perdagangan saham menggambarkan meningkatnya aktivitas perdagangan yang dilakukan oleh investor likuiditas dan peningkatan volume perdagangan saham merupakan *signaling* likuiditas pasar. Oleh karenanya, peningkatan volume perdagangan saham menggambarkan perubahan permintaan investor likuiditas dengan harapan tidak terjadi penurunan likuiditas. Dengan mengacu pada paradigma persediaan tersebut, maka volume perdagangan saham yang semakin besar akan meningkatkan likuiditas pasar saham. Artinya, volume perdagangan saham berhubungan negatif dengan *bid ask spread*.

Selanjutnya, dalam paradigma informasi dikemukakan bahwa *bid ask spread* merupakan biaya yang berhubungan dengan kompensasi bagi perantara jika melakukan transaksi dengan investor piawai. Investor piawai melakukan aktivitas perdagangan dimotivasi oleh informasi *private* yang dimilikinya. Oleh karenanya, peningkatan volume perdagangan saham merupakan signal hadirnya investor piawai sehingga investor likuiditas mengalami kerugian bila melakukan transaksi dengan investor piawai. Kerugian tersebut dibebankan perantara kepada investor melalui pelebaran *bid ask spread*. Dengan mengacu pada paradigma tersebut, maka volume perdagangan saham yang semakin besar mengakibatkan likuiditas pasar saham semakin rendah. Artinya, volume perdagangan saham berhubungan positif dengan *bid ask spread*.

Keterkaitan antara volume perdagangan saham dengan *bid ask spread* dalam mekanisme perdagangan juga dapat dijelaskan melalui pengukuran likuiditas pasar secara tidak langsung. Dengan mempergunakan konsep tersebut, hasil-hasil penelitian menunjukkan kesimpulan yang berbeda-beda. Balduzzi et al. (2001) menunjukkan bahwa volume perdagangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bid ask spread*. Selanjutnya, hasil penelitian yang dilakukan oleh Chabchitrchaidol dan Panyanukul (2005) menunjukkan bahwa volume perdagangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *bid ask spread*.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini, variabel yang dipergunakan terdiri dari: variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen adalah likuiditas pasar saham. Likuiditas pasar saham menggambarkan biaya yang dikeluarkan partisipan pasar dalam mekanisme perdagangan saham. Likuiditas pasar saham diukur dengan mempergunakan rata-rata *bid ask spread* (perbedaan antara harga kuotasi beli dan harga kuotasi jual) untuk masing-masing perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Variabel independen adalah kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional menggambarkan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi. Kepemilikan institusional diukur dengan membandingkan jumlah saham yang dimiliki oleh semua institusi dengan jumlah saham yang terdaftar di bursa untuk masing-masing perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Di samping kepemilikan institusional, variabel independen lainnya yang dipergunakan sebagai variabel kontrol adalah standar deviasi harga saham (risiko pasar) dan volume perdagangan saham. Standar deviasi harga saham (risiko pasar) dan volume perdagangan saham merupakan variabel kontrol yang dipergunakan untuk memperjelas arah hubungan antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham. Standar deviasi harga saham menggambarkan tingkat risiko pasar yang diukur dengan mempergunakan standar deviasi harga penutupan.

Volume perdagangan saham menggambarkan aktivitas perdagangan yang dilakukan masing-masing investor dan dihitung dengan mempergunakan rata-rata volume perdagangan saham masing-masing perusahaan yang menjadi sampel penelitian.

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan dimulai dari Bulan Januari – Desember tahun 2015. Jumlah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada akhir tahun 2015 sebanyak 145 perusahaan.

Perusahaan-perusahaan manufaktur yang dipergunakan sebagai sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan dan memiliki *bid ask spread* positif. Dengan demikian, *sample size* dalam penelitian ini sebanyak 100 perusahaan. Oleh karena itu, teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini mempergunakan *purposive sampling* (Indriantoro dan Supomo: 1999).

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu: data harga saham penutupan, volume perdagangan saham, *bid price*, *ask (offer) price*, dan kepemilikan institusional masing-masing perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian. Data tersebut didapatkan dari Web Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian teknik pengambilan data dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi.

Dalam menjelaskan hubungan kausal antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham dilakukan melalui 2 tahap. *Tahap pertama*, adalah menghubungkan kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham dengan mempergunakan persamaan regresi berikut:

$$\text{BAS} = \alpha_0 + \beta_1 \text{KI} + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

Tahap kedua, adalah menghubungkan kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham serta memasukkan variabel kontrol (standar deviasi harga penutupan saham dan volume perdagangan saham) dengan mempergunakan persamaan regresi berikut:

$$\text{BAS} = \alpha_0 + \beta_1 \text{KI} + \beta_2 \text{SDH} + \beta_3 \text{VP} + \varepsilon \dots \dots \dots (2)$$

dimana BAS merupakan rata-rata *bid ask spread* perusahaan i, KI merupakan kepemilikan institusional perusahaan i, SDH merupakan standar deviasi harga saham penutupan perusahaan i, dan VP merupakan rata-rata volume perdagangan saham perusahaan i. α merupakan konstanta, β_1 merupakan koefisien pengaruh kepemilikan institusional terhadap likuiditas pasar saham, β_2 merupakan koefisien pengaruh standar deviasi harga saham penutupan (resiko pasar) terhadap likuiditas pasar saham, dan β_3 merupakan koefisien pengaruh volume perdagangan saham terhadap likuiditas pasar saham.

Untuk menjelaskan pengaruh masing-masing variabel kepemilikan institusional, standar deviasi harga saham perusahaan, dan volume perdagangan saham perusahaan terhadap likuiditas pasar saham dipergunakan uji t dengan α sebesar 10 persen dengan mempergunakan uji 2 arah.

Selanjutnya, untuk menjelaskan pengaruh secara serentak variabel kepemilikan institusional, standar deviasi harga saham, dan volume perdagangan saham perusahaan terhadap likuiditas pasar saham dipergunakan uji F dengan α sebesar 10 persen serta data diolah dengan mempergunakan program SPSS Version 18.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data Penelitian

Berdasarkan observasi terhadap 100 perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur, deskripsi variabel-variabel penelitian yang terdiri dari likuiditas pasar saham (BAS), kepemilikan institusional (KI), standar deviasi harga saham penutupan (SDH), dan rata-rata volume perdagangan saham (VP) dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini.

Tabel 1. Deskripsi Data Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BAS	100	.000	1.487	1.008	.290
KI	100	21.030	99.090	69.038	19.648
SDH	100	.000	11.364.000	662.457	1503.130

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VP	100	22.000	7957191.000	229486.110	838371.955
Valid N (listwise)	100				

Sumber: Hasil Penelitian dan Sudah Diolah.

Berdasarkan Tabel 1 tersebut di atas dapat dikemukakan bahwa rata-rata *bid ask spread* (BAS) adalah 1,008 dengan standar deviasi sebesar 0,290. Rata-rata kepemilikan institusional (KI) adalah 69,038 dengan standar deviasi adalah 19,648. Rata-rata risiko pasar atau standar deviasi harga saham penutupan (SDH) adalah 662,457 dengan standar deviasi sebesar 1503,130 dan rata-rata volume perdagangan saham (VP) adalah 229.486,11 dengan standar deviasi adalah 838.371,955.

Hasil Estimasi Model Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Likuiditas Pasar Saham

Hasil estimasi pengaruh kepemilikan institusional (KI) terhadap likuiditas pasar saham (BAS) dapat dilihat pada Tabel 3. Berikut

Tabel 2. Rekapitulasi Hasil Perhitungan Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Likuiditas Pasar Saham

Variabel Dependen : Likuiditas Pasar Saham (BAS)					
Variabel Independen : Kepemilikan Institusional (KI)					
Metode : Least Square					
Sampel : 100					
BAS = $\alpha + \beta_1 KI + e$					
odel	Unstandarized Coefficients		Standardized Coefficients	F - Statistic	Sig
	B	Std.Error	Beta		
Konstanta	1,230	0,105		11,759	0,000
KI	-0,003	0,001	-0,217	-2,202	0,030
R Multipel		0,217	F-Statistic		4,849
R Square		0,047	Sig		0,030
Adjusted R Square		0,037			
Std.Error of the Estimate		0,285			

Sumber: Hasil Penelitian dan Sudah Diolah.

Berdasarkan Tabel 2 di atas dapat dikemukakan bahwa koefisien determinasi (R- Square) sebesar 4,7 persen dengan nilai F-statistik adalah 4,849 dan tingkat signifikansi sebesar 0,030. Dengan demikian dapat dikemukakan bahwa kepemilikan institusional (KI) mampu menjelaskan likuiditas pasar saham (BAS) sebesar 4,7 persen sedangkan 95,3 persen lagi merupakan variabel lain di luar model penelitian, seperti: struktur dewan komisaris, atupun indikator tata kelola perusahaan lainnya.

Nilai koefisien standardisasi variabel kepemilikan institusional sebesar -0,217 dengan nilai t - statistik sebesar - 2,202 dan tingkat signifikansi adalah 0,030. Dengan demikian dapat dikemukakan bahwa kepemilikan institusional (KI) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas pasar saham (BAS).

Dengan mengacu pada hasil penelitian tersebut dapat dikemukakan bahwa kehadiran investor institusional (kepemilikan institusional) berperan dalam meningkatkan likuiditas pasar saham di pasar modal Indonesia terutama pada perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam kelompok industri manufaktur. Semakin bertambah besar persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor institusi akan meningkatkan likuiditas pasar saham, artinya menurunkan *bid ask spread*.

Dengan demikian, hasil penelitian ini selaras dengan paradigma *trading*. Dalam paradigma *trading* dikemukakan bahwa kepemilikan institusional yang semakin besar akan

meningkatkan likuiditas pasar saham. Kepemilikan institusional dapat meningkatkan likuiditas pasar saham melalui perbaikan penyebaran informasi di pasar modal. Artinya, kehadiran investor institusi mengakibatkan meningkatnya efisiensi informasi melalui persaingan sesama investor institusi.

Hasil penelitian ini juga selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rubin (2007); dan Brockman et al. (2008). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan yang negatif dan signifikan dengan *bid-ask spread*. Artinya, kehadiran investor institusi atau kepemilikan institusional dapat meningkatkan likuiditas pasar saham.

Pada dasarnya, struktur kepemilikan suatu perusahaan dapat dikelompokkan atas kepemilikan individual dan institusional. Dewasa ini, kepemilikan institusional telah menunjukkan perkembangan yang cukup fantastis. Pada tahun 1945, sebesar 5 persen ekuitas perusahaan dimiliki oleh institusi, pada tahun 1965 meningkat menjadi 24 persen, pada tahun 1981 meningkat menjadi 38 persen, dan pada tahun 1993 sudah lebih dari 50 persen (Jennings et al.: 2002). Lebih lanjut, La Porta *et al.* (1999) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia dikendalikan oleh pemegang saham besar, sehingga dapat dikemukakan bahwa kepemilikan institusional atau investor institusi semakin berperan dalam mengawasi aktivitas perusahaan. Artinya, kepemilikan institusional semakin penting di pasar keuangan (Agarwal: 2009).

Berdasarkan hasil penelitian bahwa kepemilikan institusional pada perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian yakni pada kelompok industri manufaktur berada pada kisaran 21,030 persen – 99,09 persen atau rata-rata sebesar 69,038 persen. Tingkat kepemilikan institusional dipasar modal Indonesia khususnya kelompok industri manufaktur relatif cukup besar dan sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Porta *et al.* (1999) yang mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia dikendalikan oleh pemegang saham besar.

Dengan demikian tingkat kepemilikan institusional yang relatif tinggi di pasar modal Indonesia, khususnya industri manufaktur berperan dalam meningkatkan likuiditas pasar saham melalui perbaikan penyebaran informasi di pasar modal. Artinya, kehadiran investor institusi di pasar modal Indonesia mengakibatkan meningkatnya efisiensi informasi melalui persaingan sesama investor institusi.

Oleh karena itu dapat dikemukakan bahwa hasil penelitian ini berimplikasi pada tata kelola perusahaan, dimana kepemilikan institusional dapat memperbaiki likuiditas pasar saham perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah go public di Bursa Efek Indonesia. Oleh karenanya, jika likuiditas pasar saham mau ditingkatkan, maka perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah *go public* perlu memperhatikan struktur kepemilikan sahamnya. Selanjutnya, hasil penelitian ini dapat dipergunakan sebagai dasar bagi regulator dalam membuat regulasi untuk meningkatkan likuiditas pasar saham dan dengan demikian dapat dipergunakan untuk menentukan tata kelola perusahaan khususnya yang berkaitan dengan struktur kepemilikan saham.

Hasil Estimasi Model Pengaruh Kepemilikan Institusional, Standar Deviasi Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham Terhadap Likuiditas Pasar Saham

Hasil estimasi pengaruh kepemilikan institusional (KI), standar deviasi harga saham (SDH) dan volume perdagangan saham (VP) terhadap likuiditas pasar saham (BAS) dapat dilihat pada Tabel 3 berikut.

Tabel 3. Rekapitulasi Hasil Perhitungan Pengaruh Kepemilikan Institusional, Standar Deviasi Harga Saham, dan Volume Perdagangan Saham terhadap Likuiditas Pasar Saham

Variabel Dependen : Likuiditas Pasar Saham (BAS)					
Variabel Independen : Kepemilikan Institusional (KI), Standar Deviasi Harga Saham Penutupan (SDH) dan Volume Perdagangan (VP)					
Metode : Least Square					
Sampel : 100					
$BAS = \alpha + \beta_1 KI + \beta_2 SDH + \beta_3 VP + e$					
Model	Unstandarized Coefficients		Standardized Coefficients	T - Statistic	Sig
	B	Std. Error	Beta		
Konstanta	1,282	0,102		12,523	0,000
KI	-0,003	0,001	-0,224	-2,352	0,021
SDH	-5.37E-5	0,000	-0,278	-2,913	0,021
VP	-3.72E-8	0,000	-0,107	-1,125	0,263
Multipel Square		0,362	Statistic Sig	4,834 0,004	
Adjusted R Square		0,131			
Std. Error of the Estimate		0,104			
		0,274			

Sumber: Hasil Penelitian dan Sudah Diolah.

Berdasarkan Tabel 3 di atas dapat dikemukakan bahwa koefisien determinasi (R-Square) sebesar 13,1 persen dengan nilai F-statistik adalah 4,834 dan tingkat signifikansi sebesar 0,004. Dengan demikian dapat dikemukakan bahwa kepemilikan institusional (KI), standar deviasi harga saham (SDH) dan volume perdagangan saham (VP) mampu menjelaskan likuiditas pasar saham (BAS) sebesar 13,1 persen sedangkan 86,9 persen lagi merupakan variabel lain di luar model penelitian, seperti: struktur dewan komisaris, atupun indikator tata kelola perusahaan lainnya.

Penelitian ini difokuskan pada peranan dari kepemilikan institusional (KI) dalam meningkatkan likuiditas pasar saham (BAS). Nilai koefisien standardisasi variabel kepemilikan institusional (KI) sebesar - 0,224 dengan nilai t - statistik sebesar - 2,352 dan tingkat signifikansi adalah 0,021. Dengan demikian dapat dikemukakan bahwa kepemilikan institusional (KI) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas pasar saham (BAS).

Dengan membandingkan koefisien arah dari variabel kepemilikan institusional sebelum dan sesudah memasukkan variabel kontrol, koefisien arah dari variabel kepemilikan institusional (KI) tetap sama dengan koefisien arah negatif dan juga tetap signifikan. Hal ini juga merupakan bukti empiris bahwa kepemilikan institusional (KI) saham-saham perusahaan di pasar modal Indonesia khususnya perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam industri manufaktur berperan dalam meningkatkan likuiditas pasar saham (BAS).

Lebih lanjut, Chen (1999) menegaskan bahwa struktur kepemilikan perusahaan mempengaruhi likuiditas pasar saham dan likuiditas pasar saham juga berhubungan dengan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur kepemilikan perusahaan. Oleh karena itu, dipergunakan variabel kontrol untuk mengontrol hubungan kausal antara kepemilikan institusional dengan likuiditas pasar saham. Variabel kontrol yang dipergunakan adalah standar deviasi harga saham (risiko pasar) dan volume perdagangan saham.

Nilai koefisien standardisasi variabel risiko pasar atau standar deviasi harga saham penutupan (SDH) sebesar - 0,278 dengan nilai t - statistik sebesar - 2,913 dan tingkat signifikansi adalah 0,021. Dengan demikian dapat dikemukakan bahwa standar deviasi harga saham (SDH) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas pasar saham (BAS).

Standar deviasi harga saham menggambarkan tingkat risiko pasar. Risiko pasar dapat mempengaruhi likuiditas pasar dengan dua cara. *Pertama*, risiko dapat mempengaruhi minat

beli dan minat jual dan dengan demikian akan mempengaruhi biaya memproses pesanan. Kedua, risiko dapat mempengaruhi tingkat informasi asimetris dan dengan demikian akan mempengaruhi tingkat biaya informasi asimetris. Oleh karena itu, dapat dibuat paradigma bahwa standar deviasi harga saham (risiko) berhubungan positif dengan *bid ask spread*.

Dengan membandingkan konsep tersebut dengan hasil penelitian, hasil penelitian menunjukkan bahwa standar deviasi harga saham (SDH) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas pasar saham (BAS), kondisi ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusi menurunkan informasi asimetris melalui perbaikan penyebaran informasi di pasar modal. Artinya, kehadiran investor institusi mengakibatkan meningkatnya efisiensi informasi melalui persaingan sesama investor institusi.

Variabel kontrol berikutnya adalah volume perdagangan saham. Nilai koefisien standardisasi variabel volume perdagangan saham (VP) sebesar - 0,107 dengan nilai t - statistik sebesar - 1,125 dan tingkat signifikansi adalah 0,263. Dengan demikian dapat dikemukakan bahwa volume perdagangan saham (VP) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap likuiditas pasar saham (BAS).

Hubungan antara volume perdagangan saham dengan likuiditas pasar saham dapat dijelaskan melalui paradigma persediaan dan paradigma informasi. Dalam paradigma persediaan dikemukakan bahwa *bid ask spread* sudah sewajarnya ada sebagai kompensasi bagi perantara atas waktu dan modal yang telah diinvestasikan. Adanya *bid ask spread* memungkinkan perantara mampu menutupi biaya normal atas kegiatannya dan juga merupakan risiko bagi perantara akibat menyediakan jasa perdagangan dengan segera bagi investor. Dengan demikian, peningkatan volume perdagangan saham menggambarkan meningkatnya aktivitas perdagangan yang dilakukan oleh investor likuiditas dan aktivitas perdagangan tersebut juga merupakan *signaling* likuiditas pasar dengan harapan tidak terjadi penurunan likuiditas. Dengan mengacu pada paradigma tersebut, maka volume perdagangan yang semakin besar akan meningkatkan likuiditas pasar saham.

Selanjutnya, dalam paradigma informasi dikemukakan bahwa *bid ask spread* merupakan biaya yang berhubungan dengan kompensasi bagi perantara jika melakukan transaksi dengan investor piawai. Investor piawai melakukan aktivitas perdagangan dimotivasi oleh informasi *private* yang dimilikinya. Oleh karenanya, peningkatan volume perdagangan saham merupakan sinyal hadirnya investor piawai sehingga investor likuiditas mengalami kerugian bila melakukan transaksi dengan investor piawai. Kerugian tersebut dibebankan perantara kepada investor melalui pelebaran *bid ask spread*. Dengan mengacu pada paradigma tersebut, maka volume perdagangan saham yang semakin besar mengakibatkan likuiditas pasar saham semakin rendah.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa volume perdagangan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan. Akan tetapi jika kita mempergunakan pendapat dari Cohen et al. (1987) yang menyatakan bahwa jika nilai t - statistik adalah 2 - 3 maka hubungan kedua variabel tersebut dikatakan sangat signifikan, jika nilai t - statistik adalah 1 - 2 maka hubungan antara kedua variabel disebut signifikan secara moderat dan selanjutnya jika nilai t - statistik dibawah satu maka hubungan antara kedua variabel disebut tidak signifikan.

Dengan mengacu kepada pendapat tersebut, sementara nilai t - statistik pengaruh volume perdagangan saham terhadap likuiditas pasar saham adalah - 1,125 sehingga dapat dikemukakan bahwa volume perdagangan saham (VP) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas pasar saham (BAS). Dengan demikian, dapat dikemukakan bahwa pasar modal Indonesia, khususnya untuk pasar saham perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam kelompok industri manufaktur adalah likuid. Artinya, hasil penelitian ini mendukung paradigma persediaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Dengan mengacu pada hasil penelitian dan pembahasan dapat dikemukakan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

Pertama, kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas pasar saham dan kemampuan kepemilikan institusional dalam menjelaskan likuiditas pasar saham sebesar 4,7 persen.

Kedua, kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap likuiditas pasar saham, standard deviasi harga saham berpengaruh negative dan signifikan terhadap likuiditas pasar saham, volume perdagangan saham berpengaruh negative dan signifikan secara moderat terhadap likuiditas pasar saham. Kemampuan ketiga variable tersebut dalam menjelaskan likuiditas pasar saham sebesar 13,1 persen.

Ketiga, kepemilikan institusional dapat meningkatkan likuiditas pasar saham yang ditunjukkan oleh nilai koefisien arah dan tingkat signifikansi dari variabel kepemilikan institusional dan koefisien arah dan tingkat signifikansi variabel standar deviasi harga saham.

Saran

Berdasarkan pada hasil penelitian dan pembahasan dapat dikemukakan beberapa saran sebagai berikut:

Pertama, melakukan penelitian lanjutan dengan menambah jumlah perusahaan, jenis industri yang diamati, periode pengamatan dan variabel lainnya. seperti: struktur dewan komisaris, ataupun indikator tata kelola perusahaan lainnya.

Kedua, hasil penelitian ini dapat dipergunakan sebagai dasar bagi regulator dalam membuat regulasi untuk meningkatkan likuiditas pasar saham melalui implementasi tata kelola perusahaan yang semakin baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Agarwal, P., 2008. Institutional Ownership and Stock Liquidity, *Working Paper* Cornell University - Johnson Graduate School of Management.
- Barabanov, Sergey S, and Michael J. McNamara, 2002. Market Perception of Information Asymmetry: Concentration of Ownership by Different Type of Institutions and Bid-Ask Spread, *Working Paper*, University of St. Thomas.
- Brockman, Paul, Dennis Y. Chung, and Xuemin S. Yan, 2008. Block Ownership, Trading Activity, and Market Liquidity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Forthcoming.
- Chen, Honghui, 1999. Two Essays on Ownership and Market Characteristics, Disertation, Virginia Polytechnic Institute and state University.
- Chiang, R. and P. C. Venkatesh, 1988. Insider Holdings and Perceptions of Information Asymmetry: A Note, *Journal of Finance* 43, 1041-1048.
- Cohen, Jerome B., Arthur Zeikel and Edward D. Zinbarg, 1987. Investment Analysis and Portfolio Management, Fifth Edition, Richard D. Irwin
- Dennis, Patrick J., and James P. Weston, 2001. Who's Informed? An Analysis of Stock Ownership and Informed Trading, *Working Paper*, University of Virginia.
- Ginglinger, Edith, and Jacques Hamon, 2007. Ownership, Control and Market Liquidity, Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper.
- Indriantoro, Nur dan Bambang Supomo, 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Jennings, William W; Karen Schnatterly; and Paul J. Seguin, 2002, Institutional Ownership, Information and Liquidity, *Innovation in Investment and Corporate Finance* 7, 41 – 71.

- Jensen, C. M. and Meckling, W., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kothare, M. and P. Laux, 1995. Trading Costs and the Trading Systems for Nasdaq Stocks, *Financial Analyst Journal* 51, 42-53.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, 1999. Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* LIV, 471-517.
- Sarin, A., Shastri, K. A. & Shastri, K. 2000. Ownership Structure and Market Liquidity. *Working Paper*, Santa Clara University.
- Syakhroza, H. Akhmad, 2005. Corporate Governance: Sejarah dan Perkembangannya, Teori, Model, dan Sistem Governance serta Aplikasinya pada Perusahaan BUMN, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.

