

## BAB 2 LANDASAN TEORI

Berbagai ilmuwan dan peneliti banyak yang membahas dan mendefinisikan mengenai likuiditas. Meskipun demikian, para pelaku pasar masih belum seragam dan kurang lengkap dalam mendefinisikan likuiditas (Ekaputra, 2004). Maka berikut ini akan dijelaskan berbagai teori serta penelitian – penelitian sebelumnya mengenai likuiditas.

### 2.1 Definisi Likuiditas

Bodie, Kane dan Marcus (2002) menyebutkan bahwa likuiditas merujuk pada seberapa besar biaya dan kemudahan suatu aset untuk dikonversikan menjadi kas dengan cara menjualnya. Menurut Muranaga dan Shimizu (1999) jika ditinjau dari sudut pandang pelaku pasar, suatu pasar memiliki likuiditas bila pasar memiliki volume yang besar, yang segera dapat ditransaksikan dengan pengaruh harga yang minimal. Sebagai keseluruhan pasar, likuiditas dipandang sebagai *total volume* dan profil dari *supply-demand* yang efektif. Harris (2003) mendefinisikan likuiditas sebagai kemampuan untuk melakukan transaksi perdagangan dalam jumlah yang besar, dapat dilakukan secepatnya, dan pada biaya yang rendah pada saat ingin melakukan transaksi perdagangan. Likuiditas merupakan karakteristik penting dari sebuah pasar sebagai fungsi yang memberikan informasi mengenai probabilitas perdagangan pada ukuran tertentu, di harga tertentu, dan waktu tertentu, dimana fungsi dari pasar tersebut berjalan dengan baik (*well-functioning market*). Karakterisasi ini memberikan kesempatan bagi para pelaku perdagangan untuk mempertimbangkan faktor-faktor lain selain ukuran, harga, dan waktu yang mempengaruhi probabilitas dari perdagangan. Sedangkan Djohanputro (2008) menyebutkan bahwa likuiditas aset berkaitan dengan mudah tidaknya suatu aset diperjualbelikan. Istilah aset tidak likuid banyak dijumpai di pasar modal, terutama untuk menyebut saham yang tidak banyak diperdagangkan. Saham tidur merupakan saham yang dibeli oleh investor yang kemudian disimpan. Ada beberapa alasan

mengapa investor melakukannya. Saham tidur dapat terjadi jika perusahaan penerbit saham merupakan perusahaan baru (*infant industry*). Perusahaan seperti ini tidak banyak menjanjikan dividen, memiliki pertumbuhan harga saham kadang-kadang sangat tinggi tetapi kadang-kadang sangat rendah juga.

## 2.2 Dimensi Likuiditas

Menurut Harris (2003) dalam Ekaputra (2004), likuiditas memiliki dimensi ukur, waktu, dan biaya. Empat dimensi dari likuiditas yang dirujuk oleh para pelaku perdagangan adalah:

- (1) **Immediacy** merujuk biaya melakukan transaksi dalam jumlah dan tingkat harga tertentu dengan segera. Para pelaku pasar biasanya menggunakan *order* pasar untuk melakukan permintaan perdagangan dengan cepat.
- (2) **Width** merujuk pada biaya untuk melakukan perdagangan pada ukuran atau jumlah tertentu. Para pelaku pasar biasanya mendefinisikan *width* sebagai *market spread* atau selisih antara minat jual terbaik dan minat beli terbaik dalam jumlah tertentu.
- (3) **Depth** merujuk pada ukuran perdagangan (jumlah/nilai transaksi) yang dapat dibentuk atau diperdagangkan pada tingkat harga tertentu.
- (4) **Resiliency**, menyatakan seberapa cepat harga dapat kembali pada tingkat harga yang semestinya apabila pada suatu saat terdapat arus *order* (*order flow*) yang tidak seimbang.

Kyle (1985) memberikan tiga konsep atau dimensi dari likuiditas yang tidak jauh berbeda dengan yang Harris utarakan. Ketiga dimensi tersebut yaitu:

- (1) **Tightness/Breadth** merujuk kepada perbedaan antara harga transaksi dengan harga aktual dari instrumen yang diperdagangkan yang biasanya diukur dengan menggunakan *bid-ask spread*.
- (2) **Depth** menunjukkan volume yang dapat diperdagangkan pada suatu tingkat harga tertentu atau kemampuan menyerap transaksi pada suatu tingkat harga tertentu.

- (3) **Resiliency** menunjukkan seberapa cepat harga *bid* dan *ask* dapat kembali ke harga awal atau mencapai keseimbangan yang baru setelah terjadi perubahan harga secara acak.

### 2.3 Faktor- Faktor Pengukur Likuiditas

Terdapat beberapa faktor yang dapat digunakan untuk mengukur likuiditas saham. Menurut Suta (2003), likuiditas saham terdiri dari tiga ukuran :

- (1) **Frekuensi perdagangan**, yang merupakan frekuensi saham suatu emiten yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu.
- (2) **Persentase volume perdagangan**, yang merupakan rasio antara volume perdagangan dan total saham yang terdaftar di bursa. Volume perdagangan merupakan jumlah saham suatu emiten (unit) yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu.

$$\text{Persentase Volume Perdagangan} = \frac{\text{volume saham yang diperdagangkan}}{\text{jumlah saham yang terdaftar di bursa}} \quad (2.1)$$

- (3) **Persentase nilai perdagangan**, yang merupakan rasio antara nilai perdagangan dan nilai kapitalisasi pasar. Nilai perdagangan merupakan nilai rupiah dari saham suatu emiten yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu, sedangkan nilai kapitalisasi pasar adalah jumlah saham yang terdaftar dikalikan dengan harga penutupan saham tersebut pada periode tertentu.

#### 2.3.1 Faktor Pengukur Likuiditas Satu Dan Dua Dimensi

Dari penelitian sebelumnya, Amihud dan Mendelson (1986) menggunakan *Bid-Ask Spread* dalam mengukur likuiditas. *Bid-Ask Spread* adalah selisih antara harga *bid* dengan harga *ask* dari suatu saham. *Bid-Ask Spread* digunakan oleh para analis pasar modal untuk mengukur dimensi *width dan immediacy*. Untuk mengukur dimensi *width* (seberapa lebar *spread* yang terbentuk di pasar), digunakan selisih

harga *bid* dan *ask*. Selisih harga *bid* dan *ask* antara suatu saham dengan saham lainnya dibandingkan dengan menggunakan *relative bid-ask spread*, yakni selisih antara harga *offer* terbaik dengan harga *bid* terbaik. Untuk mengukur *immediacy*, jika *investor* ingin bertransaksi dengan cepat akan menggunakan *market order* untuk memastikan terlaksananya transaksi. Untuk itu, *bid-ask spread* risiko yang harus dibayar oleh investor yang ingin segera bertransaksi. Semakin besar *spread* yang terbentuk di pasar berarti semakin mahal biaya *immediacy* yang harus ditanggung. *Bid-ask spread* diperoleh dengan sebagai berikut (Han,1995) :

$$\text{Spread} = \frac{\text{ask price} - \text{bid price}}{(\text{ask price} + \text{bid price})/2} \quad (2.2)$$

*Market spread* menjadi indikator yang paling sering digunakan dalam penelitian mengenai likuiditas karena mampu menunjukkan besarnya biaya yang ditanggung investor jika ingin segera melakukan transaksi. Kekurangan *bid-ask spread* untuk dijadikan acuan tingkat likuiditas adalah kurangnya informasi mengenai volume perdagangan yang dapat diserap oleh pasar (*market depth*) dan sejauh mana pergerakan harga dapat terjadi (Eleswarapu,1997). Oleh karena itu, untuk melihat likuiditas, lebih baik investor juga memperhatikan *market depth* disamping *bid-ask spread*. *Market depth* dapat diukur dengan volume perdagangan. Volume yang digunakan untuk mengukur *depth* adalah volume pada harga *bid* dan harga *ask*. Volume perdagangan digambarkan dengan jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada satu periode tertentu. Semakin besar volume perdagangan suatu saham maka semakin likuid saham tersebut, begitu pula sebaliknya.

Kelemahan indikator ini adalah tidak dapat digunakan jika jumlah saham yang beredar di pasar mengalami perubahan. Namun demikian, masih dapat dilakukan penyesuaian yakni dengan membagi volume perdagangan dengan jumlah saham beredar. Hasil dari pembagian tersebut biasa disebut dengan volume *turnover*. Penyesuaian juga dapat dilakukan dengan memilih *adjusted volume*, yakni volume perdagangan yang telah disesuaikan dengan penambahan atau pengurangan jumlah

saham beredar dan kemudahan dipahami menyebabkan indikator ini dapat memperkirakan cerminan permintaan dan penawaran yang efektif. *Volume turnover* seberapa besar jumlah suatu saham ditransaksikan dalam satu periode. *Volume turnover* dihitung dengan rumus sebagai berikut (Chen Kan, 1995) :

$$\text{Volume Turnover} = \frac{\text{volume of stock traded}}{\text{outstanding stock}} \quad (2.3)$$

Selain *bid ask spread* dan *volume turnover*, dari berbagai penelitian sebelumnya melakukan pengukuran likuiditas dengan menggunakan jumlah pemegang saham. Jumlah pemegang saham juga dapat digunakan sebagai faktor pengukur likuiditas. Jumlah pemegang saham dijadikan faktor pengukur likuiditas karena jika semakin banyak jumlah pemegang saham dalam suatu perusahaan maka akan semakin besar probabilitas transaksi perdagangan saham perusahaan tersebut. Zheng dan Li (2007) menyatakan bahwa jumlah pemegang saham yang banyak dalam suatu perusahaan menandakan bahwa masing-masing pemegang saham memegang sedikit lembar saham. Dengan semakin banyaknya jumlah pemegang saham, memberikan probabilitas yang kecil bagi para pelaku pasar untuk mendapatkan informasi mengenai perdagangan. Hal tersebut memberikan insentif bagi para pelaku pasar dimana mereka akan menetapkan *spread* yang kecil dan *depth* yang besar. Aksi tersebut berpotensi menurunkan biaya perdagangan (*immediacy*) yang harus ditanggung para pelaku pasar dan dapat mendorong peningkatan likuiditas.

### 2.3.2 Faktor Pengukur Likuiditas Tiga Dimensi

Penelitian yang dilakukan oleh Amihud dan Mendelson (1986) dengan menggunakan *bid ask spread* yang hanya mengukur dimensi *width* dan *immediacy*, banyak mengundang kritik dari peneliti yang lain. Menurut Eleswarapu (1997) kekurangan *bid-ask spread* untuk dijadikan acuan tingkat likuiditas adalah kurangnya informasi mengenai volume perdagangan yang dapat diserap oleh pasar (*market depth*) dan sejauh mana pergerakan harga dapat terjadi. Oleh karena itu,

untuk melihat likuiditas, lebih baik investor juga memperhatikan *market depth* disamping *bid-ask spread*. Jadi, dibutuhkan faktor yang dapat mengukur likuiditas dengan menggunakan tiga dimensi yaitu dimensi *width*, *immediacy* dan *depth*.

Menurut Ekaputra (2006) untuk mengukur perubahan tingkat likuiditas tiga dimensi, mengikuti beberapa penelitian sebelumnya, digunakan *Depth to relative spread* (DTRS). Rasio ini digunakan untuk menghitung *trade-off* antara penurunan *spread* dan *depth*. Berbeda dengan peningkatan *spread* yang berarti penurunan likuiditas, peningkatan *depth* berarti peningkatan likuiditas. Semakin tinggi nilai *Depth to relative spread*, berarti semakin baik pula likuiditas suatu saham.

*Depth to relative spread* (DTRS) adalah rata-rata *ask-depth* dan *bid-depth* dibagi *relative spread*, atau secara matematis dapat ditulis (Ekaputra, 2006) :

$$\text{Depth - to - Relative Spread} = \frac{(\text{ask depth} + \text{bid depth})/2}{\text{relative spread}} \quad (2.4)$$

Dimana.

$$\text{Relative Spread} = \frac{\text{Ask Price} - \text{Bid Price}}{(\text{Ask Price} + \text{Bid Price})/2} \quad (2.5)$$

## 2.4 Biaya Likuiditas

Likuiditas yang merupakan ukuran tingkat kemudahan melakukan konversi saham menjadi kas dan sebaliknya dipengaruhi oleh berbagai biaya yang eksplisit maupun implisit. Biaya-biaya tersebut muncul atas transaksi jual maupun beli saham yang dimaksud. Menurut Amihud dan Mendelson dalam buku Stern dan Chew (2003), biaya likuiditas terdiri dari *adverse selection cost*, biaya kesempatan (*opportunity cost*), dan biaya langsung (*direct cost*) seperti komisi.

### 2.4.1 Adverse Selection Cost

Komponen utama biaya likuiditas adalah *adverse selection cost*. Sejumlah biaya umumnya dibagi menjadi dua jenis, yaitu *bid-ask spread* biaya pengaruh pasar (*market impact*). *Bid-ask price* adalah harga dimana investor dapat mentransaksikan sejumlah kecil sahamnya dalam waktu cepat, pesanan jual dalam jumlah kecil dapat

dengan cepat terjual pada *bid price* dan pesanan beli dalam jumlah kecil juga dapat cepat terjadi dalam *ask price*. Selisih antara harga jual terendah dengan harga beli tertinggi merepresentasikan biaya likuiditas dan dikenal dengan *bid-ask spread*. Semakin likuid suatu saham, maka semakin kecil *bid-ask spread*.

Dalam bursa NASDAQ, *bid-ask price* diperoleh dari *market makers*. Dalam bursa yang terorganisir seperti NYSE atau AMEX, *bid-ask price* diperoleh dari partisipan pasar di lantai bursa melalui transaksi dengan sistem *limit order* dimana harga jual dan harga beli mewakili harga terbaik bagi transaksi penjualan maupun pembelian.

*Bid-ask quotes* yang merupakan alat bantu terjadinya keseimbangan pasar hanya dapat bekerja optimal pada transaksi dengan jumlah yang terbatas. Untuk transaksi dalam jumlah besar (misalnya *block sales*), *bid ask quotes* tidak dapat mempertahankan keseimbangan pasar. Oleh karena itu, pasar bergerak sesuai hukum *supply-demand*, dimana *block sales* tersebut memberikan efek negatif terhadap harga yang disebabkan jumlah penawaran yang besar. Adanya *block sales* menyebabkan penurunan harga yang terkadang hanya berlangsung sesaat, tetapi dapat juga berlangsung dalam waktu yang cukup panjang. Pengaruh kuantitas transaksi terhadap harga tersebut dikenal dengan sebutan *market impact* (pengaruh pasar).

*Bid-ask spread* dan *market impact* merupakan bagian utama dalam *adverse selection cost*. Biaya ini menggambarkan kenyataan bahwa suatu transaksi dapat berjalan karena adanya informasi baru yang belum tercermin dalam harga. Menurut Glosten (1985) di dalam pasar terdapat dua jenis pelaku pasar, yaitu pelaku pasar yang terinformasi dan pelaku pasar yang tidak terinformasi. Yang pertama, pelaku pasar yang terinformasi (*informed traders*), yaitu yang memiliki informasi superior tentang nilai saham. Yang kedua adalah pelaku pasar yang tidak terinformasi (*uninformed traders*) yang melakukan transaksi perdagangan saham dengan melihat variabel likuiditas sementara mereka tidak memiliki informasi mengenai saham-saham tersebut.

Investor yang tidak terinformasi akan menjual saham saat mereka membutuhkan dana cair dan akan membeli saham saat mereka memiliki kelebihan dana cair. Namun, pada kondisi nyata sulit untuk menemukan investor yang benar-benar *uninformed* benar-benar *informed*. Umumnya investor yang bermain dalam pasar adalah gabungan dari dua jenis investor tersebut.

*Adverse selection* memiliki arti bahwa investor yang memiliki informasi akan menjual saham saat mengetahui harga sahamnya terlalu tinggi dan membeli saham saat mengetahui harga sahamnya terlalu rendah. *Market makers* sebagai pihak yang membentuk harga pasar dan berusaha memperoleh keuntungan dari selisih yang ada pada *bid price* dan *ask price* enggan untuk berhadapan dengan *informed investor*. Hal tersebut dikarenakan saat *informed investor* melakukan transaksi jual maka harga yang sebenarnya adalah lebih kecil dari *bid price* yang tertera. Oleh karena itu, *market makers* akan menghadapi risiko kerugian yang lebih besar. Menghadapi hal itu, *market makers* akan lebih menekan harga jika terdapat transaksi yang dilakukan oleh *informed investor*. Jika terdapat suatu transaksi dalam jumlah besar (*block trading*) dimana identitas pemainnya tidak diketahui maka *market makers* akan mengasumsikan transaksi besar tersebut dilakukan oleh *informed investor* (O'Hara, 1987). Hal ini dilakukan untuk menghindari risiko kerugian atas selisih harga pasar pada *bid price* dan *ask price*.

Selain itu, Benston dan Hagerman (1974) menemukan hubungan yang negatif antara jumlah pemegang saham dengan tingkat *bid-ask spread* saham. Suatu perusahaan yang pasti memiliki risiko dan volume perdagangan tertentu, meningkatkan jumlah investor kecil dapat meningkatkan likuiditas saham dari pada hanya memiliki sedikit investor yang memegang saham dalam jumlah besar.

#### 2.4.2 *Opportunity Cost*

Pelaku pasar *block trading* memiliki kendala seperti adanya *market impact* (pengaruh kuantitas transaksi terhadap harga) dan juga kendala keterlambatan eksekusi (*execution delay*) dalam transaksi jual-beli sahamnya. Keterlambatan eksekusi terjadi karena untuk memenuhi permintaan transaksi dalam jumlah besar



memang tidak mudah dan membutuhkan banyak waktu.

Waktu yang terbuang saat terjadi *execution delay* menimbulkan *opportunity cost* (Stern Chew, 2003). Hal tersebut dapat digambarkan dengan investor yang ingin membeli sejumlah saham yang diperkirakan akan meningkat harganya. Untuk memenuhi *limit order* untuk membeli, ia harus memberikan *bid price* umumnya di bawah harga penawaran dan menunggu penyesuaian dengan *ask price* yang ditawarkan. Selama menunggu keseimbangan *bid-ask price*, harga saham yang dimaksud dapat saja sudah melonjak tinggi sesuai perkiraan sebelumnya. Pada saat itu, *bid price* sudah tidak dapat lagi tereksekusi. *Opportunity cost* muncul saat menunggu posisi keseimbangan *bid-ask price* tersebut.

*Opportunity cost* sulit untuk diukur dengan tepat. Dalam praktik di lapangan, Wagner (1998) telah meneliti dan menemukan bahwa biaya keterlambatan (*cost of delay*) terhitung sekitar setengah dari total biaya pemesanan transaksi. Pengamatan tersebut dilakukan pada aset-aset yang diperdagangkan oleh dana pensiun di kuartar kedua dan ketiga 1997. Secara spesifik, biaya keterlambatan adalah sebesar 72 basis poin dengan total 147 basis poin (72/147) untuk *small cap growth funds*; 63/123 untuk *small cap value funds*; 61/96 untuk *index funds*; 32/63 untuk *large cap growth funds*; 13/36 untuk *large cap value funds* (Stern Chew, 2003).

### 2.4.3 Komisi dan Biaya Broker

Komponen lainnya dari biaya likuiditas menurut Amihud dan Mendelson adalah komisi dan biaya broker serta pajak. Biaya ini adalah biaya langsung dan eksplisit. Para investor menggunakan jasa broker untuk bertransaksi dalam bursa. Kompensasi yang diberikan oleh investor kepada brokernya berupa komisi serta biaya yang dibayarkan atas jasa yang telah diberikan. Chan dan Lakonishok (1995) menjelaskan bahwa pelaku institusional yang cenderung melakukan *block trading*, biaya komisinya berbanding terbalik dengan *market impact* (perubahan harga yang timbul karena *block trading*)· tinggi komisi, semakin rendah *market impact*. Pelaku institusional memang cenderung memilih untuk membayar komisi yang lebih besar daripada harus menanggung *market impact* yang tinggi.

## 2.5 Imbal Hasil (*Return*)

Setiap investor mengharapkan nilai imbal hasil (*return*) dari kegiatan investasi pada satu aset tertentu selama periode tertentu. Tingkat imbal hasil ini dapat dijadikan indikator untuk mengetahui peningkatan atau penurunan tingkat kemakmuran yang diperoleh investor pada periode tertentu jika dibandingkan dengan periode sebelumnya, sehingga investor dapat mengetahui apakah kegiatan investasi tersebut layak atau tidak untuk dipertahankan. Menurut beberapa pendapat ahli, imbal hasil dapat didefinisikan dalam berbagai definisi. Menurut Mishkin (2001) tingkat imbal hasil adalah pembayaran kepada pemilik sekuritas ditambah dengan perubahan pada nilai sekuritas tersebut yang dinyatakan sebagai sebuah bagian dari harga perolehannya. Sedangkan menurut Bernstein (1995), tingkat imbal hasil adalah perubahan harga ditambah dengan pendapatan dividen atau kupon dari suatu aset. Selain itu, tingkat imbal hasil dapat juga diartikan sebagai keseluruhan keuntungan atau kerugian yang diperoleh dari suatu investasi selama periode waktu tertentu yang dihitung dengan membagi perubahan nilai aset dan distribusi uang tunai selama periode tersebut dengan nilai investasi pada awal periode (Gitman, 2000).

Imbal hasil (*return*) investasi dalam saham dapat berupa dua hal, yaitu *yield* and *capital gain* (Jones, 2000). *Capital gain* merupakan selisih positif antara harga saham pada periode tertentu jika dibandingkan dengan tingkat harga saham pada periode sebelumnya, sedangkan *yield* merupakan nilai *return* saham yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham pada periode tertentu yang dapat berupa dividen. Tingkat imbal hasil dari suatu investasi yang akan datang dapat pula dimasukkan unsur probabilitas tentang ekspektasi keadaan yang akan diperoleh pada masa mendatang dari hasil investasi. Probabilitas dalam menentukan tingkat harapan imbal hasil di masa datang ditentukan oleh sikap investor, yaitu semakin besar keyakinan investor terhadap imbal hasil yang akan diperoleh, akan semakin besar pula probabilitas yang diinginkan dalam perhitungan dan hal tersebut akan terjadi sebaliknya juga karena imbal hasil terlihat sangat fluktuatif pada masa mendatang (Blake, 1989). Rumus yang dipakai untuk mengukur tingkat *return* saham berdasarkan rumus Sharpe (1999) sebagai berikut :

$$\text{Return} = \frac{\text{end of period wealth} - \text{beginning of period wealth}}{\text{beginning of period wealth}} \quad (2.5)$$

## 2.6 Pengertian Risiko

Dalam berinvestasi, selalu terdapat hal yang tidak dapat dihindari yaitu adanya risiko. Menurut Reilly (2000) risiko merupakan ketidakpastian atas investasi yang akan diperoleh terhadap imbal hasil yang diharapkan. Risiko juga dapat diartikan sebagai kemungkinan dimana *return* yang didapatkan dari suatu investasi berbeda dari *return* yang diharapkan (Jones,2000). Selain itu, menurut Scott (2000) risiko merupakan perubahan dimana *return* dari investasi akan berbeda-beda terhadap imbal hasil yang diharapkan.

### 2.6.1 Klasifikasi Risiko

Menurut Bodie Kane (2005), risiko dapat diidentifikasi menjadi dua, yaitu:

- (1) Risiko sistematis (*systematic risk*) disebut juga risiko pasar atau risiko yang tidak dapat didiversifikasi, yaitu risiko yang berkaitan dengan kondisi ekonomi secara keseluruhan, seperti siklus bisnis, inflasi, nilai tukar dan tingkat suku bunga.
- (2) Risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) disebut juga dengan risiko unik, risiko khusus perusahaan atau risiko yang dapat didiversifikasi.

Sedangkan menurut Djohanputro (2008), risiko perusahaan dapat dikategorikan ke dalam empat jenis, yaitu:

- (1) Risiko Keuangan, yaitu fluktuasi target keuangan atau ukuran moneter perusahaan karena gejolak berbagai variabel makro. Risiko keuangan terdiri dari tiga jenis risiko, yaitu: risiko likuiditas, risiko kredit dan risiko permodalan. Risiko likuiditas berarti kemungkinan penjualan suatu aset perusahaan dengan diskon yang tinggi karena sulitnya mencari pembeli.
- (2) Risiko Operasional, yaitu potensi penyimpangan dari hasil yang diharapkan karena tidak berfungsinya suatu sistem, SDM, teknologi, atau faktor lain.

Risiko operasional bisa disebabkan oleh beberapa faktor, yaitu: manusia (SDM), teknologi, sistem dan prosedur, kebijakan dan struktur organisasi.

- (3) Risiko strategis, yaitu risiko yang dapat mempengaruhi eksposur korporat dan eksposur strategis (terutama eksposur keuangan) sebagai akibat keputusan strategis yang tidak sesuai dengan lingkungan eksternal dan internal usaha.
- (4) Risiko eksternalitas, yaitu potensi penyimpangan hasil pada eksposur korporat dan strategis, dan bisa berdampak pada potensi penutupan usaha, karena pengaruh eksternal. Yang termasuk faktor eksternal, antara lain reputasi, lingkungan, sosial, dan hukum.

### 2.6.2 Sikap Investor terhadap Risiko

Secara teori, dibedakan tiga jenis sikap terhadap risiko (Weston dan Copeland, 1992) :

#### (1) *Risk Seeker*

Sifat dalam kelompok ini adalah senang menghadapi risiko. Bila dihadapkan pada dua pilihan, yaitu investasi yang kurang mengandung risiko dengan investasi yang mengandung risiko tinggi dengan perkiraan hasil pengembalian yang sama, maka jenis investasi yang lebih mengandung risiko lebih disukai.

#### (2) *Risk Aversion*

Sifat kelompok ini akan cenderung menjatuhkan pilihan pada investasi yang kurang mengandung risiko. Misalnya jika terdapat dua jenis sekuritas yang satu mempunyai risiko yang lebih rendah daripada lainnya, maka investor ini akan cenderung memilih sekuritas yang risiko sahamnya lebih rendah.

#### (3) *Indifferent*

Sifat dalam kelompok ini tidak peduli akan investasi mana yang akan diambil. Bagi kelompok ini risiko adalah tidak relevan dan investor ini akan membuat keputusan tanpa memperhitungkan risiko.

### 2.6.3 Premi Risiko (*Risk Premium*)

Aktivitas investasi selalu dihadapkan pada terjadinya risiko, dimana premi risiko berkorelasi positif terhadap risiko. Semakin besar premi risiko yang dihadapkan oleh investor, maka akan menyebabkan makin besarnya juga risiko yang dihadapi. Di dalam risiko, terdapat dua komponen besar yaitu risiko non-sistematis dan risiko sistematis. Risiko sistematis (*systematic risk*) disebut juga risiko pasar atau risiko yang tidak dapat didiversifikasi, yaitu risiko yang berkaitan dengan kondisi ekonomi secara keseluruhan, seperti siklus bisnis, inflasi, nilai tukar dan tingkat suku bunga. Risiko tidak sistematis (*unsystematic risk*) disebut juga dengan risiko unik, risiko khusus perusahaan atau risiko yang dapat didiversifikasi (Bodie Kane, 2005).

Menurut Ross, Westerfeld dan Jaffe (2005:246), premi risiko saham merupakan perbedaan antara selisih dari imbal hasil (*return*) aset berisiko (*risky asset*) dengan imbal hasil (*return*) aset bebas risiko (*risk free rate*) dan seringkali disebut kelebihan imbal hasil pada aset yang berisiko, disebut kelebihan karena hal tersebut merupakan imbal hasil tambahan yang berasal dari risiko saham. Dengan kata lain, premi risiko saham merupakan tambahan imbal hasil yang diharapkan pada suatu saham atau portofolio, dimana tambahan imbal hasilnya adalah selisih antara imbal hasil aktual dan dengan imbal hasil saham bebas risiko.

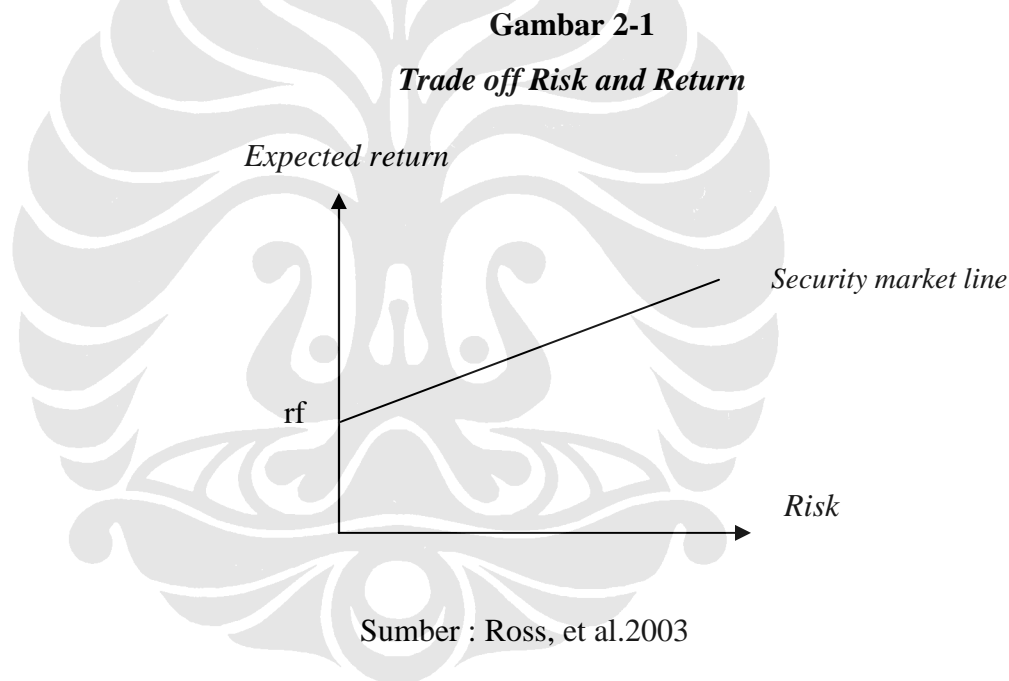
Lebih jauh lagi, Reilly and Brown (2009) menyatakan bahwa apabila investor menganggap suatu saham memiliki ketidakpastian atas tingkat imbal hasil yang diharapkan, maka premi risiko merupakan kenaikan tingkat imbal hasil yang diharapkan atas tingkat imbal hasil bebas risiko. Sebagian besar investor membutuhkan tingkat imbal hasil yang lebih tinggi pada investasinya jika mereka mengenali adanya ketidakpastian pada tingkat imbal hasil yang diharapkan. Kenaikan atas tingkat imbal hasil yang diinginkan atas tingkat nominal bebas risiko disebut premi risiko.

Seorang investor yang ingin berinvestasi pada aset berisiko, terutama saham, akan tergantung pada tingkat ketidaksukaan investor terhadap risiko (*risk aversion degree*). Secara umum di dalam analisis keuangan, mengasumsikan seorang investor akan tidak menyukai risiko. Sehingga jika premi risiko bernilai nol, maka tidak akan

ada investor yang mau menginvestasikan uangnya di saham. Bodie, Kane, dan Marcus (2002) mengatakan bahwa secara teori, investor yang bersifat *risk averse* selalu menginginkan *positive risk premium* bila ingin berinvestasi pada aset berisiko.

#### 2.6.4 Hubungan Risiko dan *Return* Saham

Hubungan *return* dan risiko searah dan linier, artinya semakin besar *return* yang diharapkan, maka semakin besar pula risiko yang harus ditanggung. Dengan kata lain, investor yang berharap memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi, berarti bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Gambar berikut menunjukkan adanya hubungan positif antara risiko dan *return*:



#### 2.7 Penelitian Terdahulu Mengenai Likuiditas

Penelitian mengenai likuiditas oleh berbagai peneliti untuk melihat pengaruhnya dalam kondisi pasar. Penelitian mengenai likuiditas dan pengaruhnya pada tingkat imbal hasil yang banyak dijadikan acuan pertama kali dilakukan oleh Amihud dan Mendelson (1986), menurut mereka komponen utama dari likuiditas adalah harga jual dan harga beli (*bid-ask price*) dimana pasar siap untuk memenuhi permintaan jual ataupun beli bagi investor yang menginginkan transaksi dalam waktu

cepat. Amihud dan Mendelson (1986) mengukur likuiditas dengan menggunakan *bid-ask spread* karena dianggap sebagai faktor yang menggambarkan harga likuiditas (kesegeraan) suatu saham dapat ditransaksikan. Amihud dan Mendelson melakukan pengamatan di *New York Stock Exchange* (NYSE). Mereka mengambil 49 saham NYSE periode yang terbagi dalam 9 portofolio berdasarkan tingkat likuiditas (diukur dengan *bid-ask spread*). Dari sampel tersebut terbukti bahwa saham dengan *bid-ask spread* tinggi memiliki tingkat imbal hasil yang tinggi pula. Amihud dan Mendelson menyatakan bahwa secara ekonomi dan statistik, terdapat hubungan positif yang signifikan antara imbal hasil yang diharapkan dengan *relative bid-ask spread*.

Menurut Amihud dan Mendelson (1986), investor yang ingin menjual sahamnya harus menunggu tersedianya pembeli yang sepakat dengan harga tertera (*bid-ask price*). Jika penjual tidak mendapatkan pembeli yang sepakat dengan harga yang ditentukan (*ask price*) dan investor tidak ingin menunggu lama maka ia harus menerima harga yang diberikan oleh calon pembeli yang ada (*bid price*), yang berarti di bawah harga pasar yang sebenarnya. Oleh karena itu, transaksi berdasarkan *bid-ask price* dapat mengurangi waktu menunggu (*delay time*) tetapi dapat menimbulkan biaya (*transaction cost*).

Penelitian Amihud dan Mendelson tentang hubungan likuiditas dengan imbal hasil lalu dikritik oleh peneliti-peneliti selanjutnya. Kritik yang muncul mengungkapkan bahwa Amihud dan Mendelson menggunakan seleksi data terbatas dan metodologi yang mendukung terciptanya hubungan tersebut. Menurut Chen dan Kan (1995) metode tersebut kurang sesuai digunakan untuk mengukur hubungan tersebut.

Chen dan Kan (1995) melakukan penelitian mengenai pengaruh likuiditas (*bid-ask spread*) terhadap imbal hasil di pasar NYSE. Chen dan Kan mengelompokkan sampel saham dengan menggunakan metode yang sama seperti Amihud dan Mendelson. Untuk mendapatkan hasil yang kuat (*robust*), Chen dan Kan menggunakan beberapa metode perhitungan, yaitu dengan pendekatan Fama-MacBeth, pendekatan SUR-Gibbons dan Stambaugh, dan pendekatan dua tahap tak bersyarat (*unconditional two-step approach*). Dengan ketiga pendekatan tersebut,

hasil yang ditemukan oleh penelitian Chen dan Kan (1995), bahwa likuiditas tidak berpengaruh pada imbal hasil secara signifikan.

Pengujian likuiditas yang dilakukan oleh Bernstein (1993-1995) turut menjabarkan likuiditas yang didasarkan pada *expectation life cycle hypothesis*. Hipotesis tersebut menyatakan bahwa volume perdagangan (*stock volume turnover*) merupakan indikator yang berguna untuk menunjukkan ketertarikan investor pada suatu saham.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Eleswarapu (1997) yang meneliti pengaruh likuiditas dengan tingkat imbal hasil di pasar NASDAQ. Penelitian Eleswarapu menjelaskan bahwa pasar NASDAQ lebih sesuai digunakan sebagai lokasi penelitian karena di pasar ini para *dealer* tidak menghadapi kompetisi dari *public limit order* (batas pesanan publik) maupun dari perdagangan lantai bursa. Selain itu, proksi yang diberikan oleh pasar NASDAQ lebih tepat dalam menggambarkan biaya transaksi yang sebenarnya karena NASDAQ memberikan ketepatan antara *spread* tertulis dan *spread* pada saat transaksi terjadi. Hal ini dikarenakan tidak terdapat *limit order* yang 'tidak tampak' dalam pasar NASDAQ sehingga dapat digunakan sebagai kuota yang lebih tepat.

Eleswarapu mengambil sampel saham-saham pasar NASDAQ periode 1973 sampai 1990. Yang menjadi sampel penelitiannya adalah seluruh saham yang bertransaksi terus selama periode penelitian. Sampel tersebut dikelompokkan menjadi 7 kelompok berdasarkan tingkat likuiditas dan kemudian dibagi lagi menjadi 7 subkelompok berdasarkan tingkat beta. Perhitungan dilakukan secara *cross-sectional* dengan tipe regresi Fama-Macbeth. Penelitiannya menyimpulkan bahwa saham dengan *bid ask spread* tinggi terbukti signifikan secara statistik menerima imbal hasil yang tinggi pula. Eleswarapu menambahkan, perbedaan hasil penelitian tentang pengaruh likuiditas pada imbal hasil bergantung pada kuota *spread* dari masing-masing pasar.

Selain penelitian yang mengambil sampel saham-saham di bursa luar negeri seperti NYSE dan Nasdaq yang dilakukan Amihud dan Mendelson, Chen dan Kan, Bernstein dan Eleswarapu, penelitian mengenai pengaruh likuiditas terhadap *return* di



Bursa Efek Indonesia juga telah dilakukan oleh Hidayah (2005), dengan judul penelitian faktor likuiditas pada *return* saham BEJ, dengan mengambil periode 5 tahun dari juli 1998 sampai dengan juni 2003 menggunakan ukuran likuiditas berdasarkan argumentasi Bekaert et.al ataupun Liu (2004) dengan menggabungkan ukuran *turnover* dengan proporsi *zero trading activity* ( proporsi hari aktif perdagangan) dalam satu bulan. *Turnover* digunakan untuk mencakup dimensi kuantitas perdagangan saham jangka panjang. Sedangkan untuk proporsi *trading activity* dalam satu bulan digunakan untuk mencakup dimensi biaya transaksi dari likuiditas sebagaimana diungkapkan oleh Lesmond, Odgen dan Trzcinka (1999). Hasil pengujian *extended* CAPM baik dengan menggunakan klasifikasi *turnover* ataupun proporsi hari aktif perdagangan ternyata tidak memberikan hasil secara konklusif mendukung keberadaan likuiditas. Dari pengujian yang dilakukan diketahui bahwa faktor likuiditas hanya berpengaruh pada kategori kelompok portofolio yang memiliki likuiditas medium yaitu yaitu kelompok portofolio LIQ5, LIQ6 dan LIQ7. Adapun ukuran likuiditas yang berpengaruh secara signifikan adalah *turnover* saham, sedangkan ukuran likuiditas proporsi hari aktif perdagangan selama sebulan tidak memiliki pengaruh negatif terhadap return saham. Pengaruh *turnover* yang negatif terhadap return saham, sesuai dengan yang dinyatakan Hu (1997) bahwa semakin tinggi tingkat *turnover* saham, maka akan semakin memperkecil kecenderungan saham tersebut diperdagangkan karena pengaruh informasi yang masuk ke pasar modal dan akan menurunkan biaya perdagangan saham.

Penelitian yang menguji pengaruh likuiditas terhadap imbal hasil di Bursa Efek Indonesia (BEI), juga dilakukan oleh Kumianny A. Saputra (2002) Penelitian dilakukan dengan populasi penelitian meliputi seluruh saham badan usaha yang *go public* di BEJ. Kriteria sampel adalah saham badan-badan usaha yang secara konsisten tergolong dalam LQ 45 sebagai saham yang teraktif di PT BEJ selama periode Januari–Desember 1999. Metode sampling digunakan *non-probability sampling* dengan teknik pengambilan sampel *purposive sampling* yang menghasilkan sample sebanyak 33 saham. Penelitian yang dilakukan oleh Saputra (2002) menyimpulkan adanya korelasi yang positif dan pengaruh signifikan antara *spread*

saham dengan imbal hasil saham (*return*).

Secara ringkas, intisari penelitian mengenai likuiditas dan hubungannya dengan imbal hasil diberikan dalam tampilan tabel berikut :

**Tabel 2-1**  
**Penelitian Terdahulu Mengenai Pengaruh Likuiditas Terhadap Imbal Hasil**

| Peneliti                    | Obyek Penelitian                               | Hasil   |
|-----------------------------|--|---|
| Amihud dan Mendelson (1986) | Saham-saham di NYSE periode 1960-1979          | Menggunakan <i>proxy bid-ask spread</i> untuk menggambarkan likuiditas. Hasil: <i>Bid-ask spread</i> memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap return.       |
| Bernstein (1995)            | Saham-saham periode 1993-1995                  | Volume perdagangan sebagai ukuran likuiditas merupakan indikator untuk melihat ketertarikan pada suatu saham yang digambarkan melalui frekuensi perdagangan.          |
| Chen & Kan (1995)           | Saham-saham di NYSE periode 1961-1980          | Dengan menggunakan Fama MacBeth, SUR, dan <i>Unconditional Two-Step Approach</i> , terbukti bahwa likuiditas tidak signifikan berpengaruh terhadap imbal hasil saham. |
| Eleswarapu (1997)           | Saham-saham di Nasdaq Market Periode 1973-1990 | Pengaruh tingkat likuiditas sejalan dengan tingkat imbal hasil saham yang diterima investor secara signifikan.  |

**Tabel 2-1 (Lanjutan)**  
**Penelitian Terdahulu Mengenai Pengaruh Likuiditas Terhadap Imbal Hasil**

|                |  |  |
|----------------|--|--|
| Hidayah (2005) | Saham-saham di BEI periode 1998-2003               | Faktor pengukur likuiditas <i>turnover</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham. <i>Turnover</i> saham berpengaruh negatif terhadap return saham. |
| Saputra (2002) | Saham-saham di BEI periode Januari – Desember 1999 | Adanya korelasi yang positif dan pengaruh signifikan antara <i>spread</i> saham dengan imbal hasil saham ( <i>return</i> ).                                      |

