



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH LIKUIDITAS TERHADAP *MISPRICING* PADA
SAHAM-SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA**

TESIS

**FARID WAHYU AJI
1006830292**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JUNI 2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH LIKUIDITAS TERHADAP *MISPRICING* PADA
SAHAM-SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA**

TESIS

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Memperoleh Gelar
Magister Manajemen**

**FARID WAHYU AJI
1006830292**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
JUNI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.**

Nama : Farid Wahyu Aji

NPM : 1006830292

Tanda Tangan : 

Tanggal : 28 Juni 2012

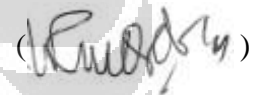
HALAMAN PENGESAHAN

Nama : Farid Wahyu Aji
NPM : 1006830292
Program Studi : Magister Manajemen
Judul Skripsi : Pengaruh Likuiditas Terhadap *Mispricing* Pada Saham-Saham Di Bursa Efek Indonesia

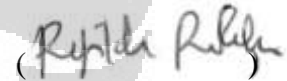
Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian dari persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Irwan Adi Ekaputra



Penguji : Rofikoh Rokhim, Ph.D



Penguji : Eko Rizkianto, ME



Ditetapkan di : Jakarta
Tanggal : 28 Juni 2012

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan karunia-Nya yang begitu besar dan tiada hentinya kepada penulis sehingga tugas penulisan Karya Akhir (Tesis) yang berjudul “PENGARUH LIKUIDITAS TERHADAP *MISPRICING* PADA SAHAM-SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA” sebagai persyaratan untuk memenuhi kriteria kelulusan meraih gelar Magister Manajemen di Program Studi Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia dapat diselesaikan dengan baik.

Dalam masa-masa penulisan, penulis tidak terlepas dari bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan rasa terima dan rasa hormat serta penghargaan yang setulus-tulusnya kepada pihak-pihak yang telah banyak membantu sehingga Tesis ini dapat terwujud, kepada:

1. Prof. Rhenald Kasali, Ph.D, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
2. Dr. Irwan Adi Ekaputra selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu, tenaga, dan pikiran untuk mengarahkan, memberi masukan, dan memotivasi penulis dalam penyusunan karya akhir ini.
3. Seluruh dosen Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah memberikan ilmu selama masa perkuliahan.
4. Orang tua penulis yang tiada henti memberikan doa dan dukungan bagi penulis dalam menyelesaikan studi di Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia.
5. Rekan-rekan penulis di Program Studi Magister Manajemen Universitas Indonesia angkatan 2010, khususnya kelas A102 dan KP102.
6. Tika, Cici, Milka, Puri, Ricky, Soni selaku teman-teman satu bimbingan Tesis.
7. Staf Adpen, Perpustakaan, Resepsionis dan seluruh staf pegawai MMUI yang telah memberikan banyak bantuan selama ini.
8. Dan semua pihak lainnya yang telah membantu dengan tulus dan ikhlas hingga karya akhir ini selesai.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa karya akhir ini masih jauh dari harapan dan kesempurnaan karena masih terdapat banyak kekurangan, hal ini lebih disebabkan karena keterbatasan waktu dan kemampuan penulis. Oleh karena itu, penulis akan dengan senang hati mengharapkan bahkan menerima saran dan kritik dari pihak manapun dengan diiringi doa dan ucapan terima kasih.

Jakarta, 28 Juni 2012



Farid Wahyu Aji



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai civitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Farid Wahyu Aji
NPM : 1006830292
Program Studi : Magister Manajemen
Departemen : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif** (*Non-Exclusive Royalty-Free Fight*) atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**PENGARUH LIKUIDITAS TERHADAP MISPRICING PADA SAHAM-
SAHAM DI BURSA EFEK INDONESIA**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalih media/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan memublikasikan tugas karya akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada Tanggal : 28 Juni 2012

Yang Menyatakan



(Farid Wahyu Aji)

ABSTRAK

Nama : Farid Wahyu Aji
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Pengaruh Likuiditas Terhadap *Mispricing* Pada Saham-Saham Di Bursa Efek Indonesia

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh likuiditas saham terhadap *mispricing* saham di Indonesia. Likuiditas saham diukur dengan menggunakan tiga ukuran yaitu, *amihud illiquidity*, *amihud risk* dan *share turnover*. Pengujian dilakukan dengan menggunakan regresi berganda dan panel data dengan sampel sebanyak 92 perusahaan yang tercatat di bursa efek Indonesia selama periode 2004-2011. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa ukuran (*size*) perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *mispricing* saham. *Book to market ratio* perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *mispricing* saham. Likuiditas saham dengan ukuran *amihud illiquidity* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *mispricing* saham. Likuiditas saham dengan ukuran *amihud risk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *mispricing* saham. Namun Likuiditas saham dengan ukuran *share turnover* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *mispricing* saham

Kata Kunci:

Mispricing, ukuran (*size*), *book to market ratio*, likuiditas saham

ABSTRACT

Name : Farid Wahyu Aji
Study Program : Master of Management
Title : The Effect of Stock Liquidity on Stock Mispricing
At The Indonesia Stock Exchange

The objective of this research is to analyze the effect of stock liquidity on stock mispricing at indonesia stock exchange. This Research uses multiple regression and panel data with 92 company listed at Indonesia Stock Exchange taken as a sample. The result of this research shows that size and book to market ratio have negative effect and significantly influence stock mispricing. Stock Liquidity measured by amihud illiquidity shows that liquidity has negative effect and significantly influence stock mispricing. Stock Liquidity measured by amihud risk also shows that liquidity has negative effect and significantly influence stock mispricing. However, Stock Liquidity measured by share turnover shows that liquidity has positive effect and significantly influence stock mispricing

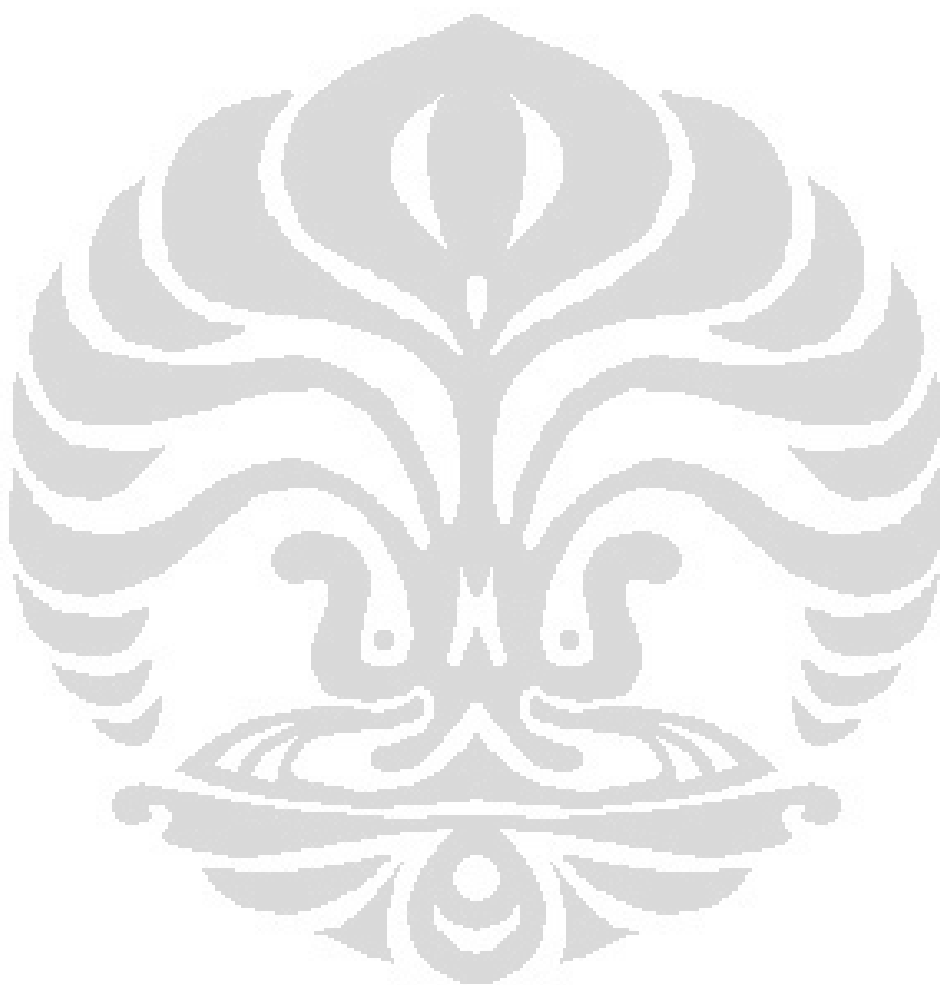
Key words: Stock mispricing, size, book to market ratio, stock liquidity

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
ABSTRAK	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR RUMUS	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB 1 PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	3
1.3 Tujuan penelitian.....	3
1.4 Manfaat Penelitian	3
1.5 Batasan Penelitian	4
1.6 Sistematika Penulisan	5
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 <i>Efficient Market Hypothesis</i>	6
2.1.1 Definisi	6
2.1.2 Model Perubahan Harga Saham.....	8
2.1.3 Bentuk Pasar Efisien	9
2.2. <i>Return Saham</i>	11
2.2.1 Definisi dan Jenis <i>Return Saham</i>	11
2.2.2 Model Harga Saham Untuk Menghitung Tingkat Pengembalian Saham.....	11
2.3 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi harga Saham.....	13
2.4 Anomali Pasar Dan <i>Stock Mispricing</i>	16
2.5 <i>Size</i>	18
2.6 <i>Book-to-Market Ratio</i>	18
2.7 Likuiditas	20
2.6.1 Pengertian Likuiditas	20
2.6.2 Dimensi Likuiditas	21
2.8 <i>Asset Pricing Model</i>	22
2.8.1 <i>Capital Asset Pricing Model</i>	22
2.8.2 <i>Single Index Model</i>	23
BAB 3 METODE PENELITIAN	
3.1 Rerangka Konseptual	24

3.2 Pengembangan Hipotesis	25
3.3 Model Penelitian	28
3.4 Variabel Penelitian	28
3.4.1 <i>Mispricing</i>	28
3.4.2 Ukuran (<i>Size</i>).....	29
3.4.3 <i>Book to Market Ratio</i>	30
3.4.4 Likuiditas	30
3.5 Pengujian Empiris	31
3.5.1 Statistik Deskriptif	32
3.5.2 Estimasi Model Panel Data	32
3.5.3 Uji Hipotesis	34
3.5.3.1 Uji F-Statistik	34
3.5.3.2 Uji t-Statistik	34
3.5.4 Uji <i>Goodness of Fit</i> (R^2).....	35
3.6 Data dan Sampel penelitian.....	35
3.7 Pengumpulan Data	36
BAB 4 ANALISIS	
4.1 Deskriptif Sampel Penelitian.....	37
4.2 Analisis Statistik Deskriptif	38
4.3 Estimasi Model Panel data	45
4.3.1 Panel Data Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Illiquidity</i>	45
4.3.2 Panel Data Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Risk</i>	47
4.3.3 Panel Data Dengan Ukuran Likuiditas <i>Share Turnover</i>	49
4.4 Uji Hipotesis	51
4.4.1 Uji F-Statistik	51
4.4.2 Uji-t	52
4.5 Analisis <i>Goodness of Fit</i>	53
4.6 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis	53
4.6.1 Pengaruh Ukuran (<i>Size</i>) Perusahaan Terhadap Tingkat <i>Mispricing</i> Saham Perusahaan.....	54
4.6.2 Pengaruh <i>Book to Market Ratio</i> Perusahaan Terhadap Tingkat <i>Mispricing</i> Saham Perusahaan	55
4.6.3 Pengaruh Likuiditas Saham Perusahaan Terhadap Tingkat <i>Mispricing</i> Saham Perusahaan	56
4.6.3.1 Pengaruh Likuiditas Terhadap Tingkat <i>Mispricing</i> dengan Ukuran <i>Amihud Illiquidity</i>	56
4.6.3.2 Pengaruh Likuiditas Terhadap Tingkat <i>Mispricing</i> dengan Ukuran <i>Amihud Risk</i>	57
4.6.3.3 Pengaruh Likuiditas Terhadap Tingkat <i>Mispricing</i> dengan Ukuran <i>Share Turnover</i>	58
BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Kesimpulan	59
5.2 Saran.....	61
5.2.1 Bagi Investor	61
5.2.2 Bagi Akademisi	61
5.2.3 Bagi Regulator	61

DAFTAR REFERENSI	62
LAMPIRAN	65

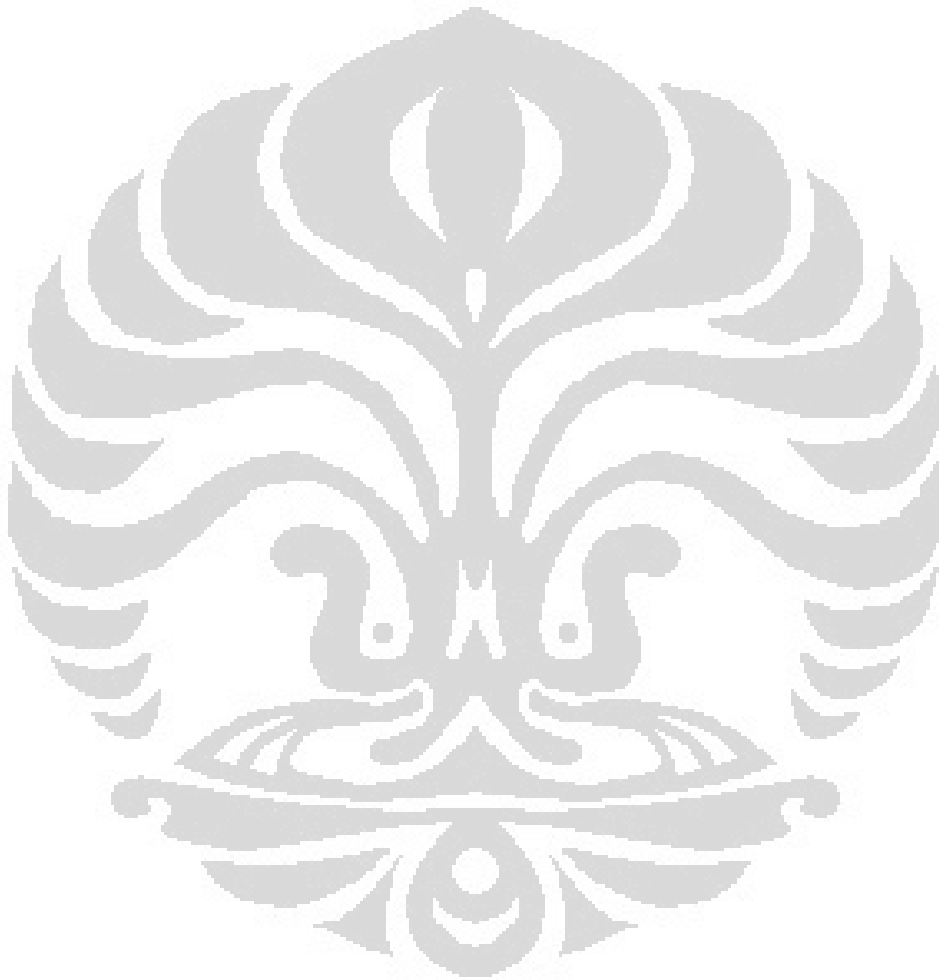


DAFTAR TABEL

Tabel 2. 1	Anomali Pasar	17
Tabel 4. 1	Prosedur Penetapan Sampel	37
Tabel 4. 2	Statistik Deskriptif	38
Tabel 4. 3	Hasil Estimasi <i>Fixed Effects</i> Model Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Illiquidity</i>	45
Tabel 4. 4	Hasil Uji <i>Redundant Fixed Effects</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Illiquidity</i>	45
Tabel 4. 5	Hasil Estimasi <i>Random Effects Model</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Illiquidity</i>	46
Tabel 4. 6	Hasil Uji <i>Hausman Test</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Illiquidity</i>	46
Tabel 4. 7	Hasil Estimasi <i>Fixed Effects Model</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Risk</i>	47
Tabel 4. 8	Hasil Uji <i>Redundant Fixed Effects</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Risk</i>	47
Tabel 4. 9	Hasil Estimasi <i>Random Effects Model</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Risk</i>	48
Tabel 4. 10	Hasil Uji <i>Hausman Test</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Amihud Risk</i>	48
Tabel 4. 11	Hasil Estimasi <i>Fixed Effects Model</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Share Turnover</i>	49
Tabel 4. 12	Hasil Uji <i>Redundant Fixed Effects</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Share Turnover</i>	49
Tabel 4. 13	Hasil Estimasi <i>Random Effects Model</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Share Turnover</i>	50
Tabel 4. 14	Hasil Uji <i>Hausman Test</i> Dengan Ukuran Likuiditas <i>Share Turnover</i>	50

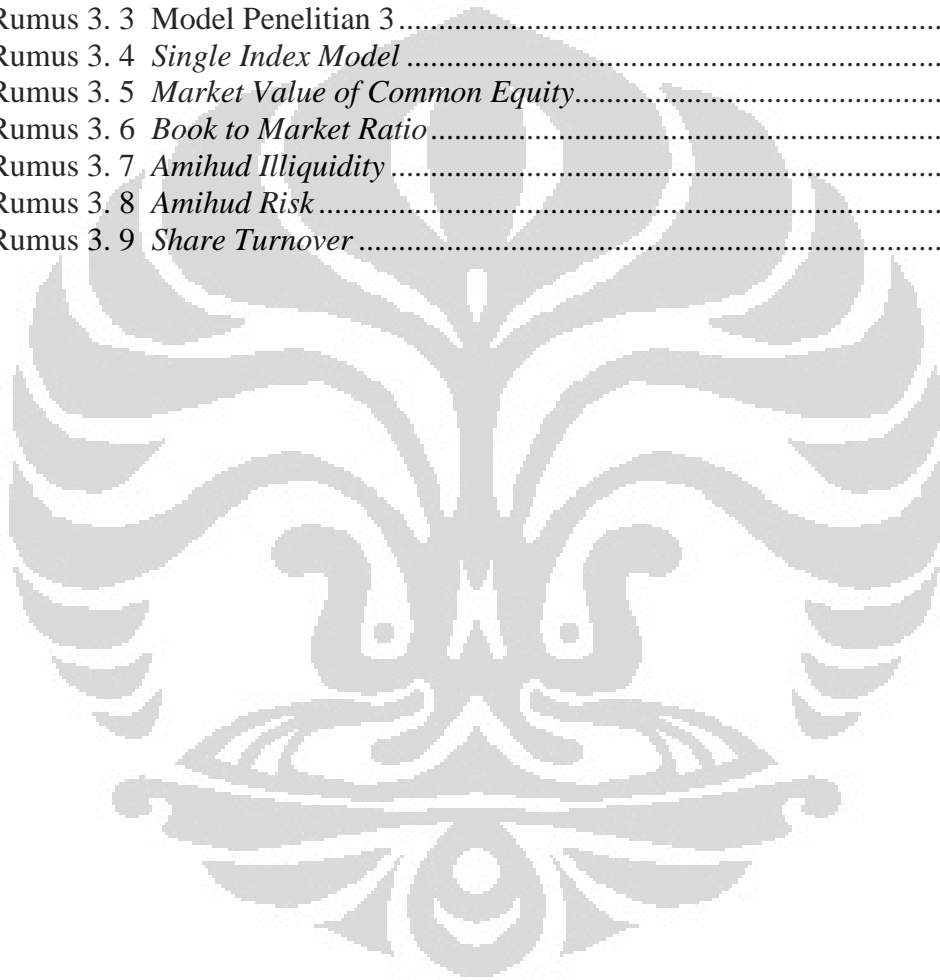
DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1	Kerangka Konseptual.....	25
------------	--------------------------	----



DAFTAR RUMUS

Rumus 2. 1 Model Perubahan Harga Saham	8
Rumus 2. 2 <i>The Fair Game Model</i>	12
Rumus 2. 3 <i>Book to Market Ratio</i>	19
Rumus 2. 4 <i>Capital Asset Pricing Model</i>	22
Rumus 2. 5 <i>Single Index Model</i>	23
Rumus 3. 1 Model Penelitian 1	28
Rumus 3. 2 Model Penelitian 2	28
Rumus 3. 3 Model Penelitian 3	28
Rumus 3. 4 <i>Single Index Model</i>	29
Rumus 3. 5 <i>Market Value of Common Equity</i>	29
Rumus 3. 6 <i>Book to Market Ratio</i>	30
Rumus 3. 7 <i>Amihud Illiquidity</i>	31
Rumus 3. 8 <i>Amihud Risk</i>	31
Rumus 3. 9 <i>Share Turnover</i>	31



DAFTAR LAMPIRAN

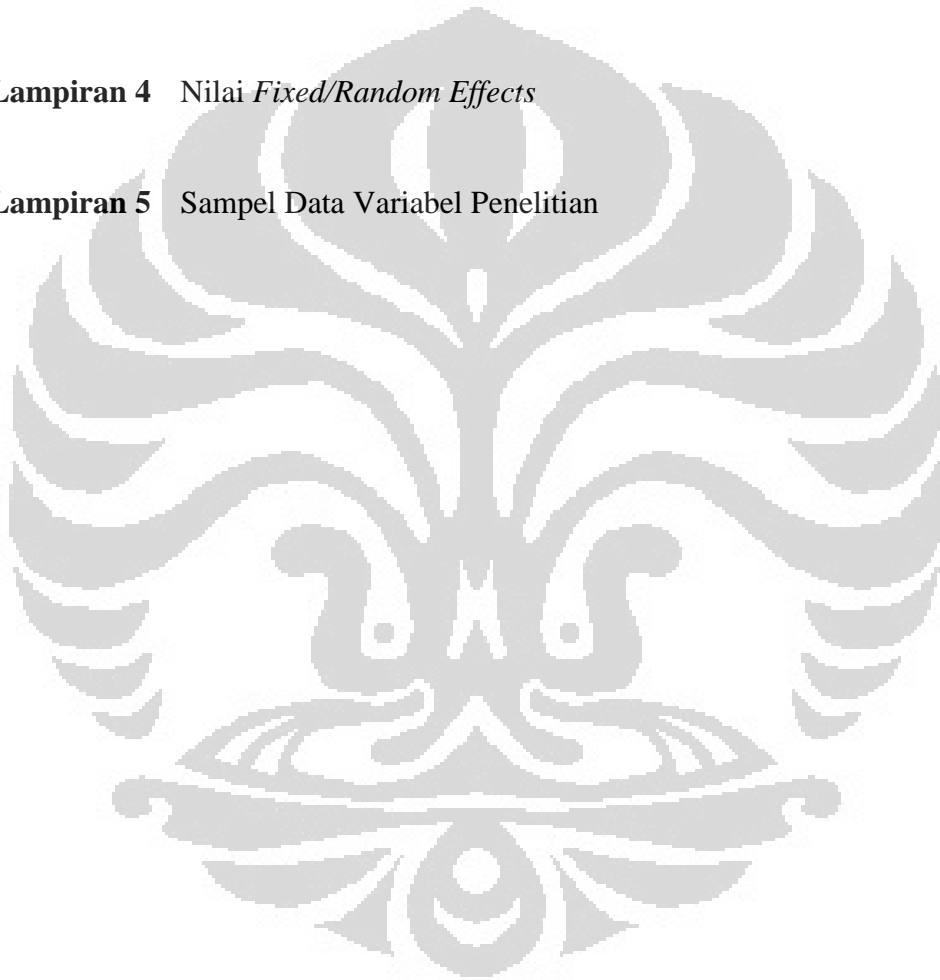
Lampiran 1 Daftar saham perusahaan yang memenuhi kriteria sampel

Lampiran 2 Output hasil regresi dengan software EVIEW 6

Lampiran 3 Representasi Model *Fixed/Random Effects*

Lampiran 4 Nilai *Fixed/Random Effects*

Lampiran 5 Sampel Data Variabel Penelitian



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pasar modal merupakan pertemuan pihak yang membutuhkan dana dengan yang bisa menyediakan dana. Dengan demikian di dalam pasar modal yang diperjual-belikan adalah dana atau modal (Husnan, 1998, p.230). Karena sifat dari pasar modal yaitu perusahaan yang membutuhkan dana dalam jangka waktu lama dan besar, maka emiten akan mengeluarkan saham atau obligasi yang kemudian dijual kepada investor. Sebagai bentuk komunikasi antara pemegang saham dengan perusahaan, perusahaan mengeluarkan laporan keuangan di media massa dan menyelenggarakan rapat umum pemegang saham sebagai pengambil keputusan tertinggi. Untuk menarik pihak yang membutuhkan dana dan pihak yang menyediakan dana agar lebih berpartisipasi di pasar modal, maka dibutuhkan suatu pasar yang efisien dan likuid (Suha, 2004).

Teori pasar efisien menyebutkan bahwa pasar yang efisien adalah kondisi ketika harga saham sudah merefleksikan semua informasi yang relevan. Pada pasar yang efisien, perdagangan berlangsung secara jujur (*fair*). Maksudnya adalah semua pelaku pasar bertransaksi dengan dasar informasi yang sama lengkap dan banyaknya dengan pelaku pasar lain pada saat yang sama. Investor akan memperoleh apa yang mereka bayar dan tidak ada satu pelaku pasar pun yang lebih diuntungkan karena memiliki informasi yang lebih lengkap atau lebih cepat. Dengan demikian harga yang terbentuk mencerminkan nilai yang sebenarnya. Pada kondisi pasar yang efisien, investor tidak bisa mendapatkan *abnormal return* (Kim dan Shamsudin, 2008).

Namun pasar yang kuat dan sempurna tidak ada. Dalam praktiknya, selalu ada pihak yang lebih diuntungkan daripada pihak lainnya. Akibatnya harga saham tidak bisa mencerminkan nilai intrinsiknya, dengan kata lain terjadi *mispricing*. *Mispricing* terjadi ketika terdapat perbedaan antara harga pasar dengan harga fundamental. Harga fundamental adalah harga yang konsisten dengan *asset*

pricing model. Saham yang mengalami *mispricing* akan cenderung kembali ke kondisi harga fundamentalnya (Brennan dan Wang, 2010). Beberapa studi empiris telah mendokumentasikan adanya anomali *stock returns*. Salah satu anomali tersebut adalah *mispricing*, yaitu ketika *return* saham menyimpang relatif dari *expected return* menurut model *asset pricing* klasik, seperti *Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory* (Kang, 2010).

Penelitian yang menganalisis tentang *mispricing* telah banyak dilakukan. Jegadeesh dan Titman (1995) menemukan bukti bahwa harga saham suatu perusahaan cenderung naik karena adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap adanya informasi spesifik perusahaan tersebut. De Bondt (1985) dan Thaler (1987) menemukan bahwa dalam jangka panjang harga saham akan turun dan mengoreksi naiknya harga akibat reaksi pasar yang berlebihan. Lee dan Swaminathan (2000) mengatakan bahwa saham dengan volume perdagangan rendah cenderung dihargai rendah oleh pasar (*undervalued*). Harga saham juga akan *undervalued* jika pasar saham kurang likuid (Amihud, 2002). Di Indonesia sendiri penelitian tentang *mispricing* dilakukan oleh Trinugroho dan Rinofah (2011). Trinugroho dan Rinofah (2011) membuktikan bahwa pergerakan harga saham yang menyimpang (*mispricing*) di pasar modal mempunyai pengaruh dalam pemilihan sumber pendanaan perusahaan yang tercermin dalam rasio *debt to equity* (D/E).

Di lain pihak, penelitian tentang karakteristik perusahaan yang mempengaruhi *mispricing* masih jarang dilakukan. Brennan dan Wang (2010) menguji pengaruh *book to market ratio* perusahaan dan ukuran (*size*) perusahaan terhadap tingkat *mispricing*. Sedangkan Griffin dan Lemmon (2002) melakukan studi empiris tentang pengaruh *book to market ratio* perusahaan dan *distress risk* perusahaan terhadap tingkat *mispricing*. Begitu juga halnya penelitian tentang karakteristik perusahaan yang mempengaruhi *mispricing* di Indonesia masih jarang dilakukan.

1.2 Perumusan Masalah

Penelitian ini mengacu pada penelitian Brennan dan Wang (2010) serta beberapa penelitian lainnya. Pada penelitian ini variabel independen yang digunakan adalah ukuran (*size*), *book to market ratio*, dan likuiditas saham. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *mispricing*. Berdasarkan uraian dalam latar belakang, maka perumusan masalah yang dapat diambil adalah :

1. Apakah ukuran (*size*) perusahaan berpengaruh pada tingkat *mispricing* saham perusahaan?
2. Apakah *book to market ratio* perusahaan berpengaruh pada tingkat *mispricing* saham perusahaan?
3. Apakah likuiditas saham perusahaan berpengaruh pada tingkat *mispricing* saham perusahaan?

1.3 Tujuan penelitian

Berdasarkan perumusan masalah, maka penelitian ini bertujuan untuk :

1. Untuk mengetahui apakah ukuran (*size*) perusahaan berpengaruh pada tingkat *mispricing* saham
2. Untuk mengetahui apakah *book to market ratio* perusahaan berpengaruh pada tingkat *mispricing* saham perusahaan
3. Untuk mengetahui apakah likuiditas saham perusahaan berpengaruh pada tingkat *mispricing* saham perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Dari penelitian yang dilakukan, diharapkan dapat diperoleh manfaat yang berguna diantaranya :

1. Bagi penulis

Untuk menambah wawasan dan pengetahuan tentang efisiensi pasar modal dan *mispricing* saham di Bursa Efek Indonesia. Dan juga penelitian ini sebagai sarana penulis untuk menambah keterampilan penelitian dalam bidang keuangan.

2. Bagi investor

Menambah pengetahuan investor akan pentingnya pengetahuan tentang karakteristik perusahaan apa saja yang mempengaruhi *mispricing* saham yang terjadi di Bursa Efek Indonesia. Hal ini terkait dalam pengambilan keputusan dalam berinvestasi di pasar modal dan menentukan strategi yang tepat untuk mendapatkan *return* yang optimal.

3. Bagi akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi tambahan tentang *mispricing* saham di pasar modal Indonesia, sehingga dapat membantu untuk penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan *mispricing* saham.

4. Bagi Regulator

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan tentang *mispricing* yang terjadi di pasar modal Indonesia, sehingga regulator dapat melakukan langkah-langkah agar pasar modal Indonesia dapat semakin efisien dan likuid.

1.5 Batasan Penelitian

Batasan Penelitian dalam penelitian ini adalah penelitian ini hanya menguji karakteristik perusahaan yang terdiri dari *book to market ratio*, ukuran (*size*), dan likuiditas saham.

1.6 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan dalam penelitian ini terdiri dari lima bab, yaitu :

BAB 1 **Pendahuluan**

Pada bab ini diuraikan tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian serta penjelasan tentang sistematika penulisan.

BAB 2 **Tinjauan Pustaka**

Pada bab ini diuraikan teori – teori yang digunakan sebagai dasar untuk menganalisis dan menyimpulkan penyelesaian masalah seperti yang telah dikemukakan dalam bab 1. Bab ini berisi mengenai uraian mengenai deifinisi dan jenis pasar efisien, model perhitungan *return* saham, anomali pasar dan *mispricing* saham, dan teori *asset pricing*.

BAB 3 **Metode Penelitian**

Bab ini menguraikan tentang ruang lingkup penelitian, sumber data, metode pengumpulan data, langkah – langkah yang dilakukan dalam penelitian, perhitungan data yang dilakukan dan model regresi yang digunakan.

BAB 4 **Analisis**

Bab ini menguraikan hasil analisis dari pengumpulan dan perhitungan data yang diperoleh.

BAB 5 **Kesimpulan dan Saran**

Bab ini merupakan bagian penutup dari karya akhir ini. Bab ini berisi kesimpulan tentang hasil penelitian dan saran – saran bagi penelitian selanjutnya.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Efficient Market Hypothesis*

2.1.1 Definisi

Efficient market hypothesis adalah suatu gagasan yang menyebutkan bahwa harga saham di pasar telah merefleksikan semua informasi relevan yang ada di pasar (Bodie, Kane dan Marcus, 2008). Menurut Fama (1970), suatu pasar sekuritas dikatakan efisien jika harga-harga sekuritas mencerminkan secara penuh informasi yang tersedia. Karena harga saham telah merefleksikan harga masa lalu, maka perubahan harga saham tidak akan membentuk pola – pola tertentu. Pada kondisi ini harga saham dikatakan mengikuti pola *random walk*. *Pola random walk* adalah perubahan nilai yang bersifat independen, di mana perubahan harga masa lalu tidak dapat digunakan untuk memperkirakan perubahan harga masa depan.

Efficient market hypothesis disebut juga *random walk theory* yang menyatakan bahwa harga saham berfluktuasi secara *random* (acak) di sekitar nilai intrinsiknya. Sebaliknya, nilai intrinsik secara rasional mencerminkan semua informasi umum yang relevan, bahkan mungkin juga mencerminkan informasi yang tidak tersedia untuk umum. Harga saham menyesuaikan secara cepat terhadap informasi baru yang terjadi secara acak pula. *Efficient market hypothesis* menyatakan bahwa tidak ada yang dapat meramalkan pergerakan harga saham dalam jangka pendek secara akurat dan konsisten (Heart dan Zaima, 2003).

Dalam pasar yang efisien, jika muncul sebuah informasi baru maka akan segera diantisipasi oleh pelaku di pasar dan sesaat akan menyebabkan perubahan harga sekuritas dan selanjutnya harga kembali stabil. Harga ini akan tetap bertahan sampai suatu informasi baru lainnya merubah kembali harga sekuritas tersebut. Semakin cepat harga bereaksi terhadap masuknya informasi baru, maka semakin efisien pasar tersebut. Implikasi dari konsep pasar efisien adalah mengikis semua praktik-praktik yang akan merusak pasar modal. Jika pasarnya

efisien, maka pelaku pasar tidak mempunyai jalan untuk memperoleh informasi yang memungkinkan mereka secara konsisten menguasai pasar. Hal ini menyebabkan tidak ada pelaku pasar yang akan dirugikan (Fachrudin, 2006).

Pada pasar yang tidak efisien, suatu saham memiliki kemungkinan untuk menghasilkan *abnormal return*, yang berarti bahwa *return* saham akan melebihi tingkat risiko yang dimiliki saham tersebut. Pasar modal yang efisien dapat terbentuk apabila kondisi-kondisi berikut terpenuhi (Gumanti, 2002):

1. Banyak terdapat investor rasional dan berorientasi pada maksimasi keuntungan yang aktif berpartisipasi di pasar dengan menganalisa, menilai dan berdagang saham. Investor-investor ini adalah *price taker*, artinya pelaku itu sendiri tidak dapat mempengaruhi harga suatu sekuritas.
2. Tidak diperlukan biaya untuk mendapatkan informasi dan informasi tersedia bebas bagi pelaku pasar pada waktu yang hampir sama.
3. Informasi diperoleh dalam bentuk acak, dalam arti setiap pengumuman yang ada di pasar adalah bebas tidak terpengaruh dari pengumuman yang lain.
4. Investor bereaksi dengan cepat dan sepenuhnya terhadap informasi baru yang masuk di pasar, yang menyebabkan harga saham segera melakukan penyesuaian.

Sebaliknya, menurut Jogianto pasar menjadi tidak efisien bila terjadi kondisi-kondisi seperti:

1. Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga saham.
2. Penyebaran informasi terbatas
3. Informasi yang disebarkan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku pasar
4. Investor adalah individu-individu yang lugas dan tidak canggung.

Pasar yang efisien tidak berarti bahwa investor hanya akan memperoleh *return* yang rendah atas saham yang dimilikinya, melainkan *return* yang akan

diterima adalah sebanding dengan tingkat risiko sahamnya. Dalam jangka panjang, semakin tinggi risiko suatu saham maka *return* yang diperoleh semakin tinggi pula. Tetapi dalam jangka pendek, saham dengan risiko yang tinggi mungkin akan memiliki *return* yang rendah dikarenakan *price volatility* mencakup kenaikan dan penurunan harga. *Price volatility* merupakan kecenderungan harga saham untuk berfluktuasi secara cepat dan ekstrem terhadap informasi yang diterima. Istilah ini digunakan untuk menjelaskan volume dan frekuensi fluktuasi harga suatu saham atau obligasi. Suatu saham dapat bergejolak karena masa depan perusahaan sangat tidak menentu dan hanya sedikit saham yang beredar (Suha, 2004).

Dua hal utama yang digunakan sebagai alat ukur dalam menilai pasar efisien adalah harga sekuritas dan informasi yang relevan. Fama membagi informasi yang relevan menjadi tiga macam yaitu (Husnan, 2011) *past price change* (perubahan harga di waktu yang lalu), *public information* (informasi yang tersedia di publik), dan *public and private information* (informasi yang tersedia kepada publik maupun yang tidak tersedia).

2.1.2 Model Perubahan harga Saham

Apabila hipotesa tentang efisiensi bentuk lemah terbukti, maka perubahan harga di masa yang akan datang tidak tergantung pada perubahan harga di masa lalu. Sebab perubahan harga di masa lalu mengikuti pola acak (*random walk*). Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut (Suha, 2004):

$$P_t = P_{t-1} + \mu_t + \varepsilon_t \quad (2.1)$$

Keterangan:

P_t = harga pada saat t

P_{t-1} = harga pada saat $t-1$

μ_t = perubahan harga yang diharapkan (*expected price change*)

ε_t = *error* pada saat t

Persamaan di atas menyatakan bahwa harga pada saat t , sama dengan harga pada saat $t-1$ ditambah dengan perubahan harga yang diharapkan dan *error*

pada saat t . *Error* dapat diartikan sebagai informasi baru (*new information*) yang masuk dan mempengaruhi harga saham. Informasi baru yang masuk bersifat saling bebas dan terdistribusi identik (*independent and identically distributed*). Jika diasumsikan bahwa perubahan harga yang diharapkan kecil untuk jangka pendek atau sama dengan nol, maka nilai *error* atau informasi baru yang masuk adalah selisih dari harga pada saat t dengan harga pada saat $t-1$. Hal ini menyebabkan perubahan harga saham mengikuti pola acak (*random walk*), yaitu harga saham bersifat saling bebas dan terdistribusi identik.

2.1.3 Bentuk Pasar Efisien

Dari tiga macam informasi di atas, maka terdapat tiga bentuk efisiensi pasar yang didasarkan pada jenis dan pengaruh informasi terhadap pasar (Utama, 1992), yaitu :

1. Bentuk lemah (*Weak Form*)

Kondisi di mana harga saham telah mencerminkan semua informasi mengenai harga saham masa lalu. Implikasinya adalah bahwa tidak ada hubungan antara perubahan harga masa lalu dengan perubahan harga masa depan atau dengan kata lain perubahan harga adalah *independent*. Sehingga penggunaan perubahan harga saham di masa lalu untuk memprediksi perubahan harga saham masa depan tidak akan memberikan manfaat.

2. Bentuk Setengah Kuat (*Semi-Strong*)

Kondisi di mana harga saham telah mencerminkan tidak hanya informasi harga saham masa lalu, tetapi juga semua informasi relevan yang tersedia bagi saham perusahaan. Dengan kata lain, harga saham akan secara cepat menyesuaikan diri untuk merefleksikan adanya informasi baru yang tersedia untuk umum. Bentuk kedua lebih luas cakupannya dari bentuk pertama karena mencakup juga informasi yang tidak berhubungan dengan pasar saham seperti berita ekonomi, politik, laba perusahaan dan sebagainya. Seorang investor yang melakukan investasi setelah informasi baru dikeluarkan untuk umum tidak dapat mengharapkan *abnormal return*, karena harga sudah mencerminkan informasi baru tersebut.

3. Bentuk Kuat (*Strong Form*)

Kondisi di mana harga saham telah mencerminkan semua informasi yang relevan, termasuk informasi yang tersedia hanya untuk orang dalam perusahaan. Tidak ada kelompok tertentu yang mempunyai monopoli atas informasi, sehingga tidak mungkin ada investor yang konsisten memperoleh *abnormal return*. Selain itu pasar bentuk kuat mengasumsikan bahwa pasar tidak hanya efisien tetapi juga sempurna, dalam arti semua informasi tersedia untuk setiap orang pada waktu yang sama.

Pembedaan bentuk pasar dilakukan berdasarkan asumsi tentang jumlah dan jenis informasi yang masuk ke pasar dan cepat atau lambatnya informasi tersebut berpengaruh pada pasar, yang tercermin dari adanya perubahan harga saham. Semakin cepat informasi sampai ke pasar dan semakin cepat informasi berpengaruh pada pasar, semakin mendekati ciri efisiensi pasar bentuk kuat. Pada pasar yang efisien, investor akan memperoleh *return* yang sebanding dengan tingkat risiko sahamnya (Cahyono, 1999, p.105).

Menurut *Efficient market hypothesis*, perilaku harga saham pada pasar yang efisien adalah sebagai berikut (Sears dan Trennepohl, 1993, p.198-200) :

1. Harga saham akan berfluktuasi secara *random* (acak) di sekitar harga saham yang sebenarnya.
2. Harga saham akan bereaksi dengan cepat terhadap informasi yang baru.
3. Harga saham akan berinteraksi tanpa memihak kepada pihak manapun.

Bentuk pasar efisien mempunyai beragam interpretasi, selain Fama beberapa ahli juga memberikan teori tentang bentuk pasar efisien antara lain Richard West yang membagi pasar efisien menjadi dua macam yaitu (Gumanti, 2002):

1. Pasar efisien secara operasional atau internal

Dikatakan pasar efisien secara operasional bila investor dikenai jasa transaksi semurah mungkin berkaitan dengan biaya-biaya atas terjadinya suatu transaksi. Contoh biaya transaksi di pasar modal adalah biaya komisi broker, biaya eksekusi, dan biaya peluang

2. Pasar efisien secara eksternal

Pasar yang efisien secara eksternal adalah kondisi pasar bila harga saham setiap saat benar-benar mencerminkan informasi yang tersedia. Informasi tersebut merupakan informasi yang relevan untuk dipergunakan dalam penilaian saham.

Pengertian tentang saham juga dikemukakan oleh William Beaver yang mencoba melihat pasar efisien dari sudut pandang distribusi informasi. Menurut Beaver, harga merupakan cermin dari adanya pemahaman menyeluruh atas suatu informasi, sehingga jika harga memiliki kandungan informasi maka dikatakan bahwa harga sepenuhnya mencerminkan sistem informasi.

2.2. *Return Saham*

2.2.1 *Definisi dan Jenis Return Saham*

Return saham diukur sebagai total keuangan atau kerugian yang dialami oleh pemilik saham dalam suatu periode tertentu. *Return* saham dinyatakan sebagai perubahan nilai dari aset (*capital gain*), yang berarti keuntungan karena penjualan saham, atau *cash distribution (dividend)* yang berarti bagian laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham (Megginson, 1997, p.95).

2.2.2 *Model Harga Saham Untuk Menghitung Tingkat Pengembalian Saham*

Return saham dapat digunakan untuk menghitung efisiensi pasar modal. Untuk menghitung *return* saham, Fama menguraikan empat model untuk menghitung *return* saham (Sears dan Trennepohl, 1993, p.204-207), yaitu :

1. *The Fair Game Model*

Menyatakan bahwa kita tidak dapat menggunakan informasi yang tersedia pada waktu t untuk mendapatkan *return* yang lebih besar dari yang seharusnya diterima dari suatu saham pada periode $t+1$. Adapun rumus yang digunakan untuk menghitung *return* yang terealisasi adalah :

$$R_{it} = \frac{P_{it} + D_{it} + P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (2.2)$$

Keterangan :

R_{it} = *return* saham *i* pada periode *t*

P_{it} = Harga saham *i* pada periode *t*

D_{it} = dividen saham *i* selama periode *t*

P_{it-1} = harga saham *i* pada periode *t-1*

2. *The Martingale Model*

Martingale model mengkonfirmasi *fair game model* yang menyatakan ketidak-mampuan dalam menghasilkan abnormal *return*. Model ini menyatakan bahwa untuk membuat perkiraan ke depan, maka informasi yang paling baik adalah informasi dari pengujian terakhir. Jika informasi yang tersedia terdiri dari semua informasi umum, maka model ini akan mendeskripsikan pasar efisien bentuk setengah kuat (*semi-strong form*).

3. *The Submartingale Model*

Jika *return* pada pasar modal yang efisien sesuai dengan *martingale model*, maka harga saham juga akan sesuai dengan *submartingale model*. Model ini menyatakan bahwa harga saham di periode mendatang akan lebih besar daripada harga saham periode yang terakhir. Jika informasi yang digunakan adalah informasi masa lalu, maka model ini digunakan untuk mendeskripsikan pasar efisien bentuk lemah (*weak form*).

4. *The Random Walk Model*

Menyatakan bahwa perubahan harga saham diasumsikan bergerak secara *random*. Perubahan harga saham yang dimaksud meliputi *return* dari saham tersebut. Model ini juga menyatakan bahwa *return* saham sifatnya adalah *independent* dan terdistribusi secara identik.

Perbandingan *random walk model* dengan model – model lainnya adalah sebagai berikut (Sears dan Trennepohl, 1993, p.204-207):

1. *Random walk model* berdasarkan pada keseluruhan distribusi *return*, sedangkan ketiga model lainnya hanya berdasarkan pada *return* yang diharapkan

2. *Random walk model* menyatakan bahwa *return* suatu saham sifatnya adalah *independent*, sedangkan ketiga model lainnya tidak membatasi korelasi antara tingkat pengembalian saham dari waktu ke waktu.

2.3 Faktor-faktor Yang mempengaruhi Harga saham

Menurut Arifin (2001) faktor – faktor yang mempengaruhi harga saham adalah sebagai berikut :

1. Hukum permintaan dan penawaran

Setelah faktor fundamental faktor permintaan dan penawaran menjadi faktor kedua yang mempengaruhi harga saham. Dengan asumsi bahwa begitu investor mengetahui kondisi fundamental perusahaan mereka akan melakukan transaksi jual beli. Transaksi-transaksi inilah yang akan mempengaruhi fluktuasi harga saham.

2. Tingkat suku bunga

Dengan adanya perubahan suku bunga, tingkat pengembalian hasil berbagai sarana investasi akan mengalami perubahan. Bunga yang tinggi akan berdampak pada alokasi dana investasi pada investor. Investor produk bank seperti deposito atau tabungan jelas lebih kecil risikonya jika dibandingkan dengan investasi dalam bentuk saham, karena investor akan menjual saham dan dananya akan ditempatkan di bank. Penjualan saham secara serentak akan berdampak pada penurunan harga saham secara signifikan.

3. Valuta asing

Mata uang amerika (*Dollar*) merupakan mata uang terkuat diantara mata uang yang lain. Apabila dolar naik maka investor asing akan menjual sahamnya dan ditempatkan di bank dalam bentuk dolar sehingga menyebabkan harga saham akan naik.

4. Dana asing dibursa

Mengamati jumlah dana investasi asing merupakan hal yang penting, karena demikian besarnya dana yang ditanamkan, hal ini menandakan

bahwa kondisi investasi di Indonesia telah kondusif yang berarti pertumbuhan ekonomi tidak lagi negatif, yang tentu saja akan merangsang kemampuan emiten untuk mencetak laba. Sebaliknya jika investasi asing berkurang, ada pertimbangan bahwa mereka sedang ragu atas negeri ini, baik atas keadaan sosial politik maupun keamanannya. Jadi besar kecilnya investasi dana asing di bursa akan berpengaruh pada kenaikan atau penurunan harga saham.

5. Indeks harga saham

Kenaikan indeks harga saham gabungan sepanjang waktu tertentu, tentunya mendatangkan kondisi investasi dan perekonomian negara dalam keadaan baik. Sebaliknya jika turun berarti iklim investasi sedang buruk. Kondisi demikian akan mempengaruhi naik atau turunnya harga saham di pasar bursa.

6. *News and rumors*

Berita yang beredar di masyarakat yang menyangkut beberapa hal baik itu masalah ekonomi, sosial, politik keamanan, hingga berita seputar *reshuffle* kabinet. Dengan adanya berita tersebut, para investor bisa memprediksi seberapa kondusif keamanan negeri ini sehingga kegiatan investasi dapat di laksanakan. Ini akan berdampak pada pergerakan harga saham di bursa.

7. Kondisi fundamental emiten

Faktor fundamental merupakan faktor yang erat kaitannya dengan kondisi perusahaan yaitu kondisi manajemen organisasi sumber daya manusia, kondisi keuangan perusahaan yang tercermin dalam kinerja keuangan perusahaan.

Menurut Husnan (1998) analisis fundamental mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan :

- a. Mengestimasi nilai faktor–faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang.
- b. Menetapkan hubungan variabel–variabel tersebut sehingga di peroleh taksiran harga saham.

Model ini sering disebut sebagai *share price forecasting* dan sering digunakan dalam berbagai pelatihan analisis sekuritas. Dalam model ini langkah

yang paling penting adalah mengidentifikasi faktor–faktor fundamental yang diperkirakan akan mempengaruhi harga saham. Faktor yang dianalisis merupakan faktor yang berhubungan dengan kondisi perusahaan, yang meliputi kondisi manajemen, organisasi, SDM, dan keuangan perusahaan yang tercermin dalam kinerja perusahaan.

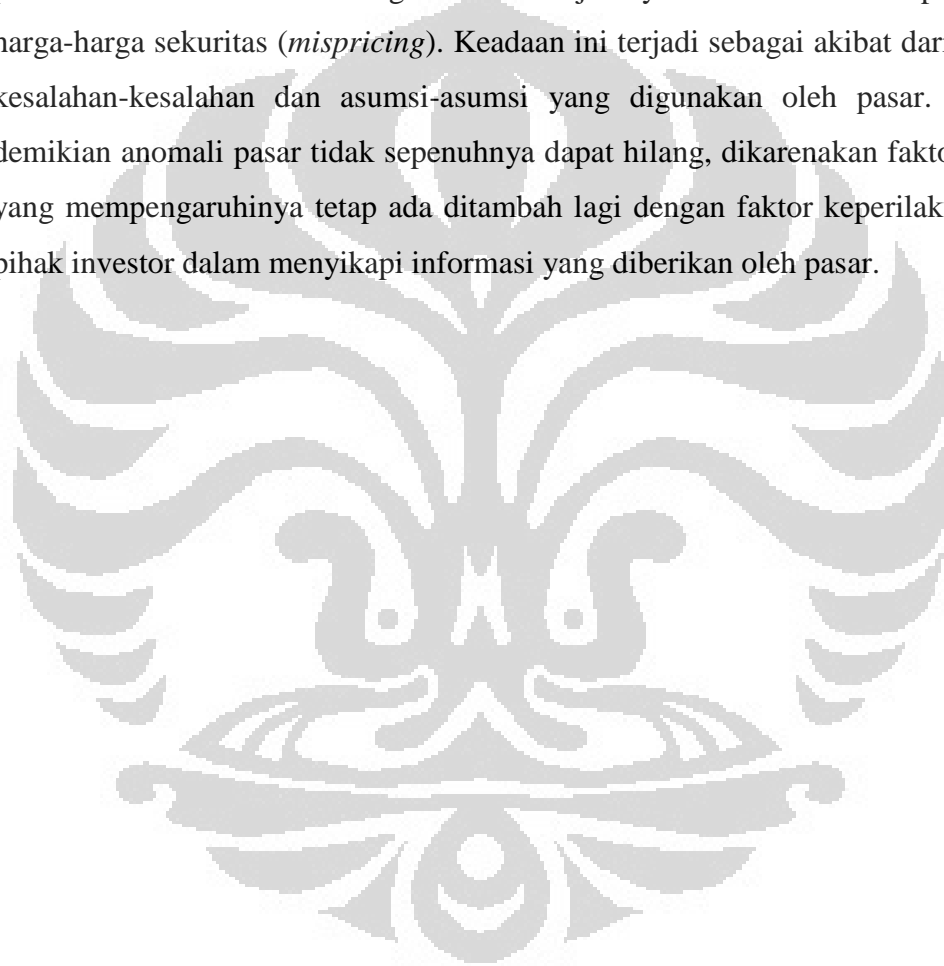
Menurut Jogiyanto (1998) analisis fundamental merupakan analisis yang menggunakan data–data finansial yaitu data–data yang berasal dari laporan keuangan perusahaan, seperti laba, deviden yang dibagi dan sebagainya. Dengan demikian untuk menganalisis harga saham digunakan analisis fundamental. Analisis fundamental merupakan analisis yang berkaitan dengan kondisi internal perusahaan. Salah satu komponen yang berhubungan dengan kondisi internal perusahaan adalah kinerja perusahaan manufaktur yang terdiri dari *Return On Investment* (ROI), dan *Earning Per Share* (EPS).

ROI merupakan rasio yang menunjukkan kinerja keuangan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktiva yang digunakan untuk operasional perusahaan. ROI merupakan faktor fundamental perusahaan yang dapat mempengaruhi harga saham. Rasio ini menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasi perusahaan (*net operating income*) dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasi tersebut (*net operating assets*). ROI yang semakin meningkat menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik dan para pemegang saham akan memperoleh keuntungan dari deviden yang diterima semakin meningkat.

Pada umumnya, investor akan mengharapkan manfaat dari investasinya dalam bentuk laba per lembar saham, sebab *earning per share* (EPS) ini menggambarkan jumlah keuntungan yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa. Sedangkan jumlah EPS yang akan didistribusikan kepada investor saham tergantung pada kebijakan perusahaan dalam hal pembayaran deviden. EPS yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut mampu memberikan tingkat kesejahteraan yang lebih baik kepada pemegang saham, sedangkan EPS yang rendah menandakan bahwa perusahaan gagal memberikan kemanfaatan sebagaimana yang diharapkan oleh pemegang saham.

2.4 Anomali Pasar Dan *Stock Mispricing*

Hipotesis mengenai pasar yang efisien merupakan suatu kerangka yang ideal dan diharapkan dapat terjadi di pasar modal, meskipun pada kenyataannya pasar tidak dapat efisien secara penuh. Kondisi ini dapat terjadi dikarenakan adanya biaya atas analisa dan pengumpulan informasi, biaya investasi, dan terbatasnya modal yang dimiliki oleh para investor (Singal 2003). Faktor-faktor di atas selanjutnya akan berakibat pada munculnya berbagai keganjilan atau anomali pasar. Anomali ini akan mengakibatkan terjadinya kesalahan dalam penetapan harga-harga sekuritas (*mispricing*). Keadaan ini terjadi sebagai akibat dari adanya kesalahan-kesalahan dan asumsi-asumsi yang digunakan oleh pasar. Dengan demikian anomali pasar tidak sepenuhnya dapat hilang, dikarenakan faktor-faktor yang mempengaruhinya tetap ada ditambah lagi dengan faktor keperilakuan dari pihak investor dalam menyikapi informasi yang diberikan oleh pasar.



Tabel 2.1 di bawah ini berisi tentang berbagai macam anomali yang telah diidentifikasi.

Tabel 2.1 Anomali Pasar

No	Kelompok	Jenis Khusus	Keterangan
1	Anomali Peristiwa	1. <i>Analyst Recommendation</i>	Semakin banyak analis merekomendasikan untuk membeli harga saham, semakin tinggi peluang harga akan turun
		2. <i>Insider Trading</i>	Semakin banyak saham yang dibeli oleh insider, semakin tinggi peluang harga akan naik
		3. <i>Listing</i>	Harga sekuritas cenderung naik setelah perusahaan mengumumkan akan melakukan pencatatan saham di bursa
		4. <i>Value Line Rating Changes</i>	Harga sekuritas akan terus naik setelah <i>value line</i> menempatkan rating perusahaan pada urutan tinggi
2	Anomali Musiman	1. <i>Januari</i>	Harga sekuritas cenderung naik di bulan januari, khususnya di hari hari pertama
		2. <i>Weekend</i>	Harga sekuritas akan cenderung naik hari jum'at dan turun hari senin
		3. <i>Time of day</i>	Harga sekuritas cenderung naik di 45 menit pertama dan 15 menit terakhir perdagangan
		4. <i>End of month</i>	Harga sekuritas cenderung naik di hari - hari akhir tiap bulan
		5. <i>Seasonal</i>	Saham perusahaan dengan penjualan musiman tinggi cenderung naikselama musim ramai
		6. <i>Holidays</i>	Ditemukan <i>return</i> positif pada hari terakhir sebelum liburan
3	Anomali Perusahaan	1. <i>Size</i>	<i>Return</i> pada perusahaan kecil cenderung lebih besar walaupun sudah disesuaikan dengan risiko
		2. <i>Closed-end Mutual fund</i>	<i>Return</i> pada <i>closed-end funds</i> yang dijual dengan potongan cenderung lebih tinggi
		3. <i>Neglect</i>	Perusahaan yang tidak diikuti oleh banyak analis cenderung menghasilkan <i>return</i> lebih tinggi
		4. <i>Institutional Holdings</i>	Perusahaan yang dimiliki sedikit institusi cenderung memiliki <i>reurn</i> yang lebih tinggi
4	Anomali Akuntansi	1. <i>Price/Earning</i>	Saham dengan P/E ratio rendah cenderung memiliki <i>return</i> lebih tinggi
		2. <i>Earning Surprise</i>	Saham dengan capaian <i>earning</i> lebih tinggi dari yang diperkirakan cenderung mengalami peningkatan harga
		3. <i>Price/Sales</i>	Jika rasio <i>price/sales</i> rendah, maka cenderung berkinerja lebih baik
		4. <i>Price/book</i>	Jika rasio <i>price/book</i> rendah, maka cenderung berkinerja lebih baik
		5. <i>Dividend yield</i>	Jika <i>yield</i> tinggi, maka cenderung berkinerja lebih baik
		6. <i>Earning Momentum</i>	Saham perusahaan dengan tingkat pertumbuhan <i>earning</i> yang meningkat, cenderung berkinerja lebih baik

(Sumber: Gumanti, 2002)

Mispricing terjadi ketika terdapat perbedaan nilai harga pasar ataupun *return* pasar, dengan harga fundamental ataupun *return* fundamental. Harga fundamental dan *return* fundamental adalah harga dan *return* yang konsisten dengan *asset pricing model* klasik. Saham yang mengalami *mispricing* akan cenderung kembali ke kondisi harga fundamental dan *return* fundamentalnya (Brennan dan Wang, 2010). *Mispricing* adalah kondisi di mana nilai *stock returns* menyimpang relatif terhadap model *asset pricing* klasik, seperti *Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theorem* (Kang, 2010). Menurut Chen, Lung dan Wang (2009), *mispricing* adalah perbedaan antara nilai rasio *price-dividend* aktual dengan rasio *price-dividen* yang diharapkan.

2.5 *Size*

Karakteristik perusahaan yaitu *size* dan *book-to-market* digunakan sebagai variabel kontrol di dalam penelitian ini. Pemilihan dua macam karakteristik perusahaan tersebut didasari alasan bahwa berdasarkan observasi yang panjang, *corporate capitalization* atau *size* perusahaan dan rasio *book-to-market* dapat memprediksi penyimpangan dari rata-rata *return* saham melalui level yang sama dengan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) (Bodie, 2011).

Size dapat diukur melalui berbagai macam ukuran, salah satunya adalah *market capitalization* seperti yang telah digunakan oleh Fama dan French (1996). Hubungan antara *size* dengan *return* merupakan hubungan yang terbalik, seperti dinyatakan oleh penelitian yang dilakukan oleh Banz (1981) dalam Ross (2010), bahwa di Amerika Serikat, *return* saham dengan *market capitalization* yang kecil akan lebih besar daripada *return* saham dengan *market capitalization* yang besar.

2.6 *Book-to-Market Ratio*

Dalam *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), para ekonom menemukan bahwa *beta* tidak dapat digunakan secara baik untuk menjelaskan tingkat *return* saham perusahaan. Terdapat suatu ukuran yang dinilai lebih baik dalam

menjelaskan *return* saham, yaitu rasio dari nilai buku perusahaan (nilai dari suatu *asset* saat masuk ke dalam *balance sheet*) dengan nilai pasarnya (Stein, 1996). *Book-to-Market ratio* dapat diperoleh dengan menggunakan rumus:

$$\text{Book to Market Ratio} = \frac{\text{Book value of firm}}{\text{Market value of firm}} \quad (2.3)$$

Keterangan

Book value of firm : nilai buku dari ekuitas perusahaan

Market value of firm : nilai pasar dari ekuitas perusahaan

Beberapa penelitian telah menemukan bahwa secara rata-rata, perusahaan yang memiliki rasio *book-to-market* yang tinggi memiliki kecenderungan untuk mendapatkan *return* yang lebih besar (Stein, 1996). Penggunaan rasio *book-to-market* juga didasari dengan penemuan yang telah dilakukan oleh Fama dan French (1996) yang menyatakan bahwa *book-to-market ratio* dari setiap saham individual memiliki kemampuan untuk menjelaskan variasi *cross sectional* dalam *return* saham (Pontiff, 1998).

Dalam jurnalnya, Fama & French (1992) menunjukkan bahwa terdapat suatu *predictor return* saham yang kuat, yaitu rasio dari nilai buku ekuitas atau modal perusahaan dengan nilai pasarnya. Fama & French mengklasifikasikan 10 kelompok (*decile*) berdasarkan nilai *book-to-market*, dan menemukan bahwa *decile* dengan *book-to-market* yang paling tinggi memiliki rata-rata *return* tahunan yang paling tinggi. Rasio *book-to-market* dapat menjadi proksi dari faktor risiko yang mempengaruhi *return* yang diharapkan (Fama & French, 1992). Bahkan, Fama & French (1992) juga menyatakan bahwa setelah mengendalikan *size* dan rasio *book-to-market*, *beta* hampir tidak dapat menjelaskan rata-rata *return* saham. Namun pernyataan ini dibantah oleh Kothari *et al.* (1995) yang menyatakan bahwa ketika *beta* diestimasi melalui *return* tahunan, saham dengan *beta* yang tinggi pada kenyataannya memiliki *return* yang tinggi pula, dan hasil penelitiannya mengenai *book-to-market* lebih lemah jika dibandingkan dengan penelitian Fama & French.

2.7 Likuiditas

2.7.1 Pengertian Likuiditas

Definisi yang baku tentang likuiditas pasar modal sampai saat ini belum mencapai suatu konsensus, akan tetapi dari praktik perdagangan efek yang sudah ada dapat digambarkan bahwa yang dimaksud dengan likuiditas pasar modal adalah kemudahan sebuah efek untuk diperjualbelikan di bursa efek dengan tidak mengalami perubahan harga yang tajam. Amihud dan Mendelson (1991) mendeskripsikan aset yang likuid adalah aset yang dapat diperjualbelikan di harga pasar saat ini secara cepat dan dengan biaya yang rendah. Selanjutnya menurut Amihud (2000), likuiditas adalah suatu konsep yang elusif, pengukuran likuiditas tidak bisa serta merta dilakukan secara langsung, di mana hal tersebut memiliki beberapa dimensi yang tidak bisa ditangkap dengan ukuran yang tunggal. Definisi yang diajukan Amihud ini sejalan dengan yang dikemukakan oleh Mortal dan Lipsona (2009) bahwa sekuritas yang likuid adalah sekuritas yang dapat diperjualbelikan secara mudah dan murah. Harris (1990) juga mendefinisikan sebuah pasar yang likuid sempurna adalah dimana sejumlah sekuritas dapat secara instan dikonversikan menjadi kas dan dapat kembali diperdagangkan kembali menjadi sekuritas tanpa biaya yang berarti. Lebih lanjut menurutnya, pasar yang likuid adalah di mana biaya transaksi yang berhubungan dengan konversi ini dapat diminimisasikan.

Likuiditas pasar modal juga dapat diartikan sebagai volume dan frekuensi transaksi yang terjadi di pasar modal (Sadhrina, 2011). Definisi likuiditas yang dikemukakan oleh Clayton dan MacKinnon (1999) dalam Silalahi (2006) mengemukakan bahwa likuiditas berhubungan dengan kemampuan untuk menjual dan membeli sekuritas dengan cepat dan relatif murah. Berdasarkan definisi tersebut terdapat dua komponen likuiditas yang perlu diperhatikan, yaitu *speed* dan *price impact*. Selanjutnya Kyle (1985) dalam Silalahi (2006) mengemukakan bahwa likuiditas dapat dilihat dari aspek biaya transaksi (*tightness*), kemampuan membeli dan menjual sekuritas dengan perubahan harga seminimal mungkin (*market depth*) dan kecepatan harga kembali dari kondisi *random uninformative stock* (*resiliency*).

Bisa dilihat dari definisi-definisi di atas bahwa suatu likuiditas berkaitan erat dengan suatu perdagangan efek yang bersiklus dengan cepat, mudah, dan disertai biaya yang minim. Jika digambarkan, pasar obligasi yang likuid ditandai dengan volume transaksi yang besar, frekuensi perdagangan yang berputar dengan cepat, disertai dengan biaya transaksi yang rendah. Hal ini menjadi tolok ukur apakah pasar atau bursa perdagangan suatu sekuritas memiliki likuiditas yang baik atau tidak. Investor akan selalu memantau perkembangan likuiditas pasar sehingga mereka dapat mengukur pula seberapa mudah dan cepat mereka dapat melepas obligasi mereka ke pasar ketika membutuhkan dana segar yang kemungkinan tidak sedikit jumlahnya.

2.7.2 Dimensi Likuiditas

Larry Harris dalam bukunya *Trading & Exchanges: Market Microstructure for Practitioners* (2003) menyatakan bahwa likuiditas mempunyai empat dimensi yaitu *immediacy* (kesegeraan), *width* (lebar *spread bid-offer*), *depth* (kedalaman), dan *resiliency* (kelenturan). Konsep empat dimensi likuiditas sebagaimana disampaikan oleh Larry Harris tersebut didasari oleh teori bahwa suatu aset dapat dikatakan likuid jika aset itu dapat ditransaksikan dengan cepat dan biaya yang rendah, dalam jumlah besar tanpa memengaruhi harga. Berikut ini adalah uraian mengenai dimensi likuiditas :

1. *Immediacy* (Kesegeraan)

Dimensi *immediacy* (kesegeraan) mengukur seberapa cepat investor dapat bertransaksi dalam aset itu. Jika investor selalu dapat melakukannya dengan segera setiap kali menginginkannya, dapat dikatakan bahwa aset itu likuid. Pasar dikatakan mempunyai likuiditas yang baik ketika pelaku pasar dapat membeli atau menjual produk sekuritas dalam waktu yang relatif cepat dan harga yang wajar

2. *Width* (*spread bid-offer*)

Dimensi kedua, *width* atau *breadth*, melihat likuiditas dari biaya yang harus ditanggung untuk transaksi aset itu. Untuk properti, biaya-biaya itu adalah biaya notaris, BPHTB (transaksi beli), dan PPh (transaksi jual). Untuk valuta asing, biaya itu adalah selisih kurs jual dan kurs beli. Untuk saham, biaya

transaksi meliputi *ask-bid spread* (selisih harga beli dan harga jual) dan komisi broker. Semakin kecil biaya transaksi sebuah aset, semakin likuid aset itu. *Spread bid-offer* yang semakin kecil merupakan ciri dari likuiditas yang baik.

3. *Depth (Kedalaman)*

Untuk saham, dimensi ini melihat banyaknya order beli dan order jual yang ada di pasar. Semakin banyak *order* beli (jual), semakin mudah investor dapat melakukan aksi jual (beli) tanpa memengaruhi harga, sehingga semakin likuid saham itu. Pasar yang likuid memiliki kedalaman pasar yang bagus, yakni terdapat keinginan yang besar dari pelaku pasar untuk bertransaksi atau dengan kata lain terdapat lapisan *order* yang tebal baik dari sisi permintaan maupun penawaran atau dengan kata lain para pelaku pasar mempunyai keinginan yang besar untuk melakukan transaksi.

4. *Resiliency (Kelenturan)*

Dimensi *resiliency* (kelenturan) berhubungan dengan seberapa cepat harga aset dapat kembali ke tingkat sebelumnya jika terjadi ketidakseimbangan aksi jual (beli) dalam jumlah besar. Jika harga suatu saham cepat kembali ke tingkat harga wajarnya seperti sebelumnya, saham itu dikatakan likuid. Pasar yang likuid harus memiliki kelenturan yang baik, artinya pasar cepat kembali ke titik ekuilibrium yang wajar setelah terjadi transaksi perdagangan dengan nilai yang jauh lebih besar dari biasanya.

2.8 *Asset Pricing Model*

2.8.1 *Capital Asset Pricing Model*

Penelitian yang dilakukan Sharpe (1966), Lintner (1965) dan Mossin (1966) menghasilkan *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). CAPM menunjukkan bahwa *risk premium* dari aset individual atau portfolio adalah hasil dari *risk premium* pada portfolio pasar dan koefisien beta (Bodie, Kane dan Marcus 2008). CAPM menunjukkan hubungan antara *return* saham dengan faktor risiko pasar (Homsud et.al, 2009). Model CAPM adalah sebagai berikut :

$$E(r_{it}) - r_f = \beta_i (E(r_{mt}) - r_f) + \varepsilon_{it} \quad (2.4)$$

Keterangan:

$E(r_{it})$ = *expected return* dari saham i pada periode t

r_f = *return risk free asset*

β_i = faktor risiko pasar

$E(r_{mt})$ = *expected return* pasar pada periode t

Dalam persamaan 2.2 di atas, r_f adalah *return* yang diperoleh dari suatu investasi tanpa risiko (*risk free*). Investasi ini biasanya investasi pada instrumen – instrumen yang dikeluarkan pemerintah. CAPM adalah model ekuilibrium, yaitu sebuah model di mana tingkat *expected return* yang diinginkan oleh investor pada suatu aset, dipengaruhi oleh risiko aset tersebut. Dalam ekuilibrium pasar, sebuah aset diharapkan akan memberikan tingkat *return* yang diharapkan seiring dengan risiko yang ditanggung investor. Risiko yang dimaksud adalah risiko yang tidak dapat dihindari oleh investor atau risiko sistematis. Model CAPM tidak memasukkan risiko tidak sistematis karena berasumsi bahwa risiko tidak sistematis dapat dihilangkan melalui diversifikasi.

2.8.2 *Single Index Model*

Single index model menggunakan asumsi bahwa hanya ada satu faktor makro ekonomi yang menyebabkan risiko sistematis mempengaruhi semua saham, dan faktor tersebut adalah *return* dari indeks pasar. Menurut *single index model*, *return* saham dapat dibagi menjadi *return* yang spesifik untuk tiap perusahaan (α_i), dan *return* yang disebabkan faktor makroekonomi yang mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Persamaan *single index model* adalah sebagai berikut:

$$r_i - r_f = \alpha_i + \beta_i (r_{mt} - r_f) + \varepsilon_{it} \quad (2.5)$$

Keterangan:

r_{it} = *return* dari saham i pada periode t

α_i = *abnormal return* saham i

r_f = *return risk free asset*

β_i = faktor risiko pasar

r_{mt} = *return* pasar pada periode t

$\varepsilon_{i,t}$ = *residual return* saham i pada periode t

BAB 3

METODOLOGI PENELITIAN

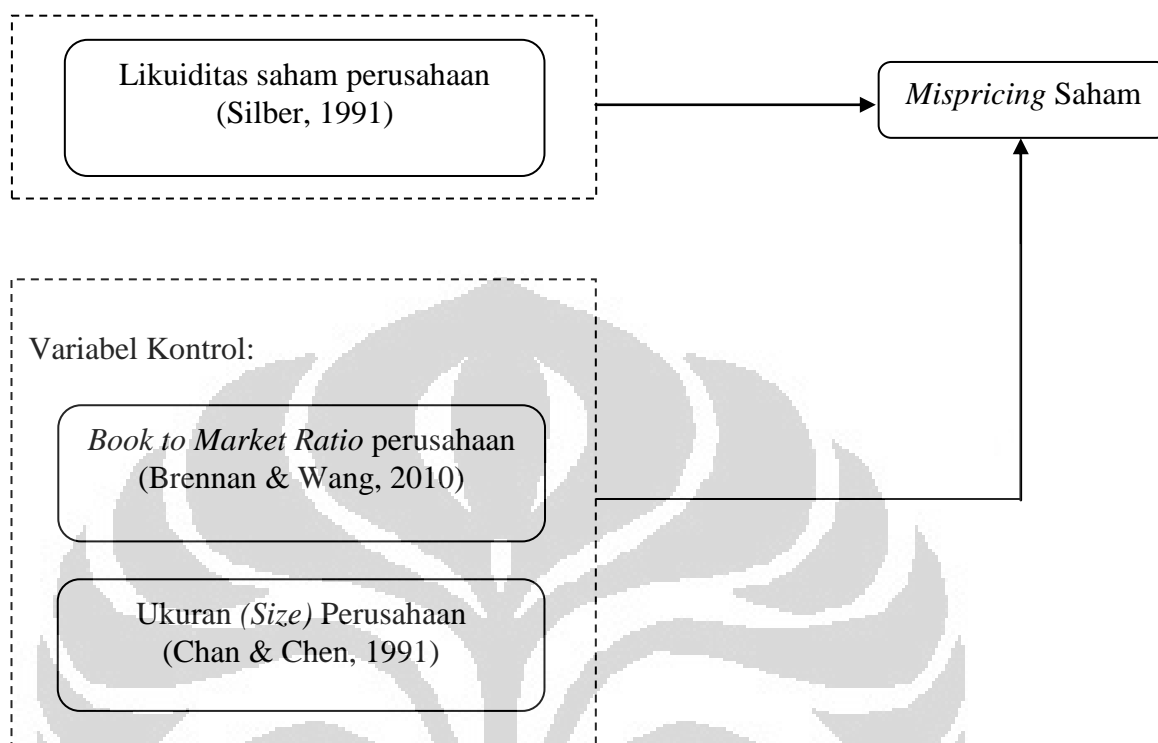
3.1 Rerangka Konseptual

Mispricing merupakan *issue* yang sering terjadi dalam perdagangan saham. *Mispricing* adalah kondisi ketika terjadi perbedaan antara harga pasar dengan harga fundamental. Harga fundamental adalah harga yang konsisten dengan *asset pricing model* klasik. Saham yang mengalami *mispricing* akan cenderung kembali ke kondisi harga fundamentalnya (Brennan dan Wang, 2010). Sehingga jika kita dapat mengetahui saham yang mengalami *mispricing*, maka hal tersebut dapat digunakan sebagai strategi investasi.

Di Indonesia sendiri penelitian tentang *mispricing* dilakukan oleh Rinofah (2009). Trinugroho dan Rinofah (2011) membuktikan bahwa pergerakan harga saham yang menyimpang (*mispricing*) di pasar modal mempunyai pengaruh dalam pemilihan sumber pendanaan perusahaan yang tercermin dalam rasio *debt to equity* (D/E).

Di lain pihak, penelitian tentang karakteristik perusahaan yang mempengaruhi *mispricing* masih jarang dilakukan. Brennan dan Wang (2010) menguji pengaruh *book to market ratio* perusahaan dan ukuran (*size*) perusahaan terhadap tingkat *mispricing*. Sedangkan Griffin dan Lemmon (2002) melakukan studi empiris tentang pengaruh *book to market ratio* perusahaan dan *distress risk* perusahaan terhadap tingkat *mispricing*. Silber (1991) menemukan bahwa saham yang tidak diperdagangkan selama dua tahun akan ditransaksikan dengan harga 30% lebih rendah daripada saham yang sering ditransaksikan dengan dividen yang sama. Begitu juga halnya penelitian tentang karakteristik perusahaan yang mempengaruhi *mispricing* di Indonesia masih jarang dilakukan. Penelitian ini meneliti karakteristik perusahaan yang mempengaruhi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Karakteristik perusahaan yang diteliti terdiri dari *book to market ratio* perusahaan, ukuran (*size*) perusahaan, dan likuiditas saham perusahaan.

Rerangka konseptual dari penelitian ini dapat diilustrasikan melalui gambar di bawah ini:



Gambar 3.1 Rerangka Konseptual

3.2 Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui karakteristik-karakteristik perusahaan yang mempengaruhi *mispricing return*. Menurut Brennan dan Wang (2010), perusahaan berukuran kecil dan *book to market ratio* rendah sangat rentan terhadap terjadinya *mispricing*. Semakin kecil ukuran perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Dan juga semakin kecil *book to market ratio* perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Variabel yang digunakan untuk mewakili ukuran perusahaan adalah *Market Value of Common Equity* (nilai pasar ekuitas).

Meskipun ada kesepakatan di antara para peneliti bahwa faktor *size* dan *book to market ratio* mempunyai hubungan yang kuat terhadap tingkat *return* saham, isu mengenai interpretasi mengapa kedua variabel tersebut memiliki

kekuatan untuk menjelaskan *return* masih menjadi kontroversi. Chan, Chen dan Hsieh (1985), mendokumentasikan bahwa perusahaan kecil lebih terekspos terhadap perubahan di dalam *risk premium* dan *production risk*. Perusahaan kecil cenderung dikelola secara kurang efisien dan memiliki *leverage* yang tinggi. Selanjutnya Chan dan Chen (1991) menemukan bahwa *size* dan *leverage* berhubungan dalam *relative prospect*. Prospek *earning* dari perusahaan ini lebih sensitif terhadap kondisi ekonomi. Sehingga *expected return* perusahaan ini juga akan lebih besar dari perusahaan dengan *size* besar. *Return* terdiri dari atas fundamental dan *mispicing*, maka bisa diduga bahwa *size* berpengaruh terhadap *mispicing*. Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah:

H1 : Ukuran (*size*) perusahaan berpengaruh negatif terhadap *mispicing*

Fama dan French (1993) menyimpulkan bahwa *book to market effect* merupakan hasil dari *overreaction* pasar. Pendapat ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1995) yang menemukan bukti bahwa harga saham suatu perusahaan cenderung naik karena adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap adanya informasi spesifik perusahaan tersebut. De Bondt (1985) dan Thaler (1987) menemukan bahwa dalam jangka panjang harga saham akan turun dan mengoreksi naiknya harga akibat reaksi pasar yang berlebihan. *Overreaction* menyebabkan harga saham menyimpang dari harga wajarnya sehingga terjadi *mispicing*. Hipotesis kedua yang dapat disimpulkan adalah:

H2 : *Book to market ratio* perusahaan berpengaruh negatif terhadap *mispicing*

Suatu aset dikatakan likuid apabila aset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah besar, dalam waktu yang singkat, dengan biaya transaksi rendah dan tanpa mempengaruhi harga. Sedangkan pasar yang likuid adalah kondisi pasar di mana sekuritas dapat ditransaksikan dalam jumlah besar, dalam waktu singkat dan dengan biaya transaksi yang minimum (Harris, 1990).

Cochrane (2001) menyebutkan bahwa model *asset pricing* standard menggunakan asumsi bahwa pasar likuid secara sempurna (*frictionless*). Dalam asumsi *frictionless markets*, model *asset pricing* standard menggunakan prinsip bahwa sekuritas atau portfolio dengan *cash flow* yang sama harus mempunyai

harga yang sama. Jika sekuritas dengan *cash flow* yang sama memiliki harga yang berbeda, maka investor dapat membeli sekuritas yang murah dan menjualnya kembali dengan harga lebih mahal, sehingga dapat dikatakan terdapat *arbitrage profit* tanpa risiko (Amihud, Mendelson dan Pedersen, 2005).

Dalam kenyataannya, sekuritas dengan *cash flow* yang sama dapat mempunyai harga yang berbeda – beda karena dipengaruhi oleh aktivitas *trading* (Amihud, Mendelson dan Pedersen, 2005). Jika suatu investor atau lembaga berukuran sangat besar, maka transaksi yang dilakukan dapat mempengaruhi harga pasar. Begitu juga jenis transaksi yang dilakukan, jika transaksi dilakukan secara bilateral *over the counter* maka harga sekuritas dapat dinegosiasikan.

Menurut Amihud, Mendelson dan Pedersen (2005), *frictions* dapat mempengaruhi harga sekuritas dan pasar tidak dapat menjadi *frictionless* sepenuhnya. Grossman dan Stiglitz (1980) juga berpendapat bahwa pasar tidak dapat menjadi *frictionless*, karena harga pasar tidak dapat mencerminkan semua informasi yang relevan. Hal tersebut disebabkan jika pasar *frictionless*, maka tidak ada kompensasi bagi pihak yang berhasil mendapatkan informasi lebih banyak.

Penelitian yang berkaitan dengan likuiditas dan harga saham diantaranya dilakukan oleh Silber (1991). Silber (1991) menunjukkan bahwa saham yang tidak diperdagangkan selama dua tahun akan ditransaksikan dengan harga 30% lebih rendah daripada saham yang sering ditransaksikan dengan dividen yang sama. Chen dan Xiong (2001) menemukan bahwa saham yang hanya ditransaksikan dengan transaksi *private* di pasar Cina, mempunyai harga 80% lebih rendah dari saham perusahaan yang sering diperdagangkan dengan skala perusahaan yang sama. Dari uraian di atas dapat diduga bahwa likuiditas berpengaruh terhadap *mispicing*. Hipotesis ketiga yang dapat disimpulkan adalah:

H3 : Likuiditas saham perusahaan berpengaruh negatif terhadap *mispicing*

3.3 Model Penelitian

Model penelitian ini menggunakan model yang digunakan oleh penelitian sebelumnya, yaitu yang dilakukan oleh Brennan dan Wang (2010). Tetapi terdapat perbedaan dengan penelitian sebelumnya yaitu dalam hal variabel independen yang digunakan, yaitu dengan ditambahkan variabel likuiditas.

Model penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah model data panel untuk menguji hipotesis yang dikemukakan sebelumnya, yaitu menguji pengaruh karakteristik perusahaan terhadap *mispricing* saham perusahaan. Dalam penelitian ini, likuiditas diukur dengan tiga ukuran yaitu *Amihud Illiquidity*, *Amihud Risk* dan *Share Turnover*. Tujuannya adalah untuk mengetahui kekonsistenan ketiga ukuran tersebut dengan literatur. Sehingga terdapat tiga model penelitian yang mencerminkan hipotesis penelitian yaitu:

$$\sigma = \beta_0 + \beta_1 BM_{i,t} + \beta_2 \ln(\text{size})_{i,t} + \beta_3 \text{Amihud Illiquidity}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)$$

$$\sigma = \beta_0 + \beta_1 BM_{i,t} + \beta_2 \ln(\text{size})_{i,t} + \beta_3 \text{Amihud Risk}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)$$

$$\sigma = \beta_0 + \beta_1 BM_{i,t} + \beta_2 \ln(\text{size})_{i,t} + \beta_3 \text{Share Turnover}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.3)$$

Keterangan:

σ	: Parameter <i>mispricing</i>
<i>BM</i>	: <i>Book to market ratio</i> perusahaan <i>i</i> pada akhir bulan <i>t</i>
<i>Size</i>	: <i>Market value of common equity</i> perusahaan <i>i</i> akhir bulan <i>t</i>
<i>Amihud Illiquidity</i>	: <i>Amihud Illiquidity</i> perusahaan <i>i</i> pada akhir bulan <i>t</i>
<i>Amihud Risk</i>	: <i>Amihud Risk</i> perusahaan <i>i</i> pada akhir bulan <i>t</i>
<i>Share Turnover</i>	: <i>Share Turnover</i> perusahaan <i>i</i> pada akhir bulan <i>t</i>

3.4 Variabel Penelitian

3.4.1 Mispricing (σ)

Mispricing adalah selisih *return* saham dengan *return* fundamental. Sedangkan *return* fundamental adalah *return* yang konsisten dengan *asset pricing model* klasik seperti *Capital Asset Pricing Model* dan *Arbitrage Pricing Theory*

(Kang, 2010). Menurut Brennan dan Wang (2010), *mispricing* dapat diestimasi dengan menggunakan volatilitas dari *residual return* bulanan saham perusahaan ($e_{i,t}$). Nilai volatilitas *residual return* yang semakin besar menunjukkan bahwa saham semakin *mispriced*, dan nilai volatilitas *residual return* yang semakin kecil menunjukkan saham semakin tidak *mispriced*.

Residual return dihitung dengan menggunakan *single index model*, yaitu:

$$r_i - r_f = \alpha_i + \beta_i (r_{mt} - r_f) + \varepsilon_{it} \quad (3.4)$$

Keterangan:

- r_{it} = *return* dari saham i pada periode t
 α_i = *abnormal return* saham i
 r_f = *return risk free asset*
 β_i = faktor risiko pasar
 r_{mt} = *return* pasar pada periode t
 $\varepsilon_{i,t}$ = *residual return* saham i pada periode t

Menurut Brooks (2008), nilai kuadrat dari suatu observasi merupakan nilai volatilitas dari observasi itu sendiri. Maka dalam penelitian ini, volatilitas *residual return* dihitung dengan mengkuadratkan setiap nilai *residual return* yang telah didapatkan.

3.4.2 Ukuran (*Size*)

Ukuran suatu perusahaan bisa ditentukan dari nilai *market value of common equity* perusahaan pada akhir periode. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan yang digunakan adalah logaritma natural dari *market value of common equity*. Persamaan untuk menghitung *market value of common equity* adalah:

$$\text{Market value of common equity} = \text{outstanding shares} \times \text{price} \quad (3.5)$$

Keterangan :

- Outstanding shares* : jumlah saham beredar
Price : harga saham

3.4.3 *Book to Market Ratio*

Book to Market Ratio merupakan ukuran yang dapat digunakan untuk mengetahui apakah saham perusahaan *overvalued* atau *undervalued*. Saham dengan *Book to Market Ratio* tinggi disebut sebagai *value stock*, karena harga saham yang relatif rendah terhadap fundamental perusahaan. *Value Stock* dikatakan *undervalued* oleh investor. Sedangkan saham dengan *Book to Market Ratio* rendah disebut sebagai *growth stock*, karena harga saham yang relatif tinggi terhadap fundamental perusahaan. *Growth Stock* dikatakan *overvalued* oleh investor. Persamaan untuk menghitung *Book to Market Ratio* adalah sebagai berikut:

$$\text{Book to Market Ratio} = \frac{\text{Book value of firm}}{\text{Market value of firm}} \quad (3.6)$$

Keterangan :

Book value of firm : nilai buku dari ekuitas perusahaan

Market value of firm : nilai pasar dari ekuitas perusahaan

3.4.4 Likuiditas

Suatu aset dikatakan likuid apabila aset tersebut dapat ditransaksikan dalam jumlah besar, dalam waktu yang singkat, dengan biaya transaksi rendah dan tanpa mempengaruhi harga (Amihud dan Mendelson, 1991). Definisi yang diajukan Amihud ini sejalan dengan yang dikemukakan oleh Mortal dan Lipsona (2009) bahwa sekuritas yang likuid adalah sekuritas yang dapat diperjualbelikan secara mudah dan murah. Sedangkan pasar yang likuid adalah kondisi pasar di mana sekuritas dapat ditransaksikan dalam jumlah besar, dalam waktu singkat dan dengan biaya transaksi yang minimum (Harris, 1990).

Dalam penelitian ini, likuiditas diukur dengan tiga ukuran yaitu :

1. *Amihud Illiquidity*

Merupakan ukuran untuk mengukur *price impact* yang terjadi akibat adanya suatu transaksi. Semakin besar *price impact*, maka saham semakin tidak likuid. Persamaan *Amihud Illiquidity* adalah sebagai berikut :

$$\text{Amihud Illiquidity} = \frac{|\text{return}|}{\text{price} \times \text{volume}} \quad (3.7)$$

2. *Amihud Risk*

Merupakan ukuran untuk mengukur fluktuasi likuiditas. Likuiditas terus berubah seiring waktu, artinya terdapat ketidakpastian berapa biaya transaksi yang akan muncul ketika investor ingin menjual sahamnya di masa depan. Karena likuiditas dapat mempengaruhi harga, maka fluktuasi likuiditas juga dapat mempengaruhi harga. Semakin besar fluktuasi likuiditas, maka saham semakin tidak likuid. Dalam penelitiannya, Dick-Nielsen, Feldhutter dan Lando (2012) menyebut *amihud risk* sebagai *liquidity risk*. Persamaan untuk menghitung *amihud risk* adalah sebagai berikut:

$$\text{Amihud Risk} = \text{std dev} (\text{amihud illiquidity}) \quad (3.8)$$

3. *Share Turnover*

Merupakan ukuran dari aktivitas transaksi yaitu volume perdagangan. Semakin besar nilai *share turnover*, maka saham semakin likuid. *Share turnover* dihitung dengan persamaan sebagai berikut :

$$\text{Share turnover} = \frac{\text{volume}}{\text{outstanding share}} \quad (3.9)$$

Keterangan:

Return : *return* saham pada periode *t*

Price : harga saham pada periode *t*

Volume : jumlah saham yang diperdagangkan pada periode *t*

Outstanding share : jumlah saham yang beredar pada periode *t*

3.5 Pengujian Empiris

Pengujian empiris dilakukan dengan cara mengumpulkan data dan teori, melakukan observasi, kemudian merumuskan kesimpulan atas jawaban pertanyaan yang muncul dari hasil penelitian tersebut. Pengujian empiris dalam penelitian ini adalah statistik deskriptif, analisis panel data, uji hipotesis dan uji *goodness of fit*.

3.5.1 Statistik Deskriptif

Tujuan dari analisis statistik deskriptif adalah untuk memberikan gambaran tentang beberapa ukuran penting dalam penelitian. Dengan analisis statistik deskriptif, dapat diketahui karakteristik dan kewajaran data yang digunakan untuk masing-masing variabel, sehingga dapat diketahui ada tidaknya outlier dalam penelitian. Analisis statistik deskriptif tersebut meliputi nilai rata-rata (mean), nilai tengah (median), nilai standar deviasi, nilai minimum dan nilai maksimum dari setiap variabel yang digunakan dalam model penelitian.

3.5.2 Estimasi Model Panel Data

Panel data digunakan karena data penelitian yang digunakan terdiri dari data *time series* dan *cross section*. Selain itu panel data juga memiliki keunggulan dibandingkan data *time series* dan *cross section* (Brooks, 2008, p.488), yaitu :

1. Panel data dapat menangkap *issue* dan problem yang lebih kompleks yang terjadi dalam penelitian.
2. Seringkali dalam penelitian variabel berubah secara dinamis seiring waktu, sehingga data *time series* memerlukan observasi yang sangat panjang agar uji hipotesis dapat dilakukan. Panel data merupakan kombinasi antara data *cross section* dan *time series*, sehingga derajat kebebasan meningkat dan kekuatan uji yang dilakukan juga meningkat. Variasi yang terjadi dalam panel data juga mampu mengurangi masalah multikolinearitas yang sering terjadi dalam data *time series*.

Untuk mengestimasi parameter model dengan data panel terdapat beberapa teknik yang bisa digunakan, yaitu (Nachrowi dan Usman, 2006):

1. *Ordinary least Square (Pool Data)*

Teknik ini tidak ubahnya dengan membuat regresi dengan data *cross section* dan *time series*. Tetapi untuk data panel, data *cross section* dan *time series* harus digabungkan (*pool data*). Kemudian diperlakukan sebagai satu kesatuan

pengamatan yang digunakan untuk mengestimasi model dengan metode *Ordinary least Square*.

2. *Fixed Effects Model*

Adanya variabel – variabel yang tidak semuanya masuk dalam persamaan model memungkinkan adanya *intercept* yang tidak konstan. Dengan kata lain, *intercept* ini mungkin berubah untuk setiap individu dan waktu

3. *Random Effects Model*

Bila pada *Fixed Effects Model* perbedaan antara individu dicerminkan lewat *intercept*, maka pada model *random effects model* perbedaan tersebut diakomodasi lewat *error*. Teknik ini juga memperhitungkan bahwa *error* mungkin berkorelasi sepanjang *time series* atau *cross section*.

Untuk mengetahui model mana yang paling tepat maka dilakukan langkah-langkah sebagai berikut :

1. Lakukan estimasi dengan *Fixed Effects Model*
2. Lakukan uji *Redundant Fixed Effects*
 - a. Jika H_0 tidak ditolak, maka model yang tepat adalah *pool data*
 - b. Jika H_0 ditolak, lanjutkan ke langkah tiga
3. Lakukan estimasi dengan *Random Effects Model*
4. Lakukan uji *Hausman*
 - a. Jika H_0 tidak ditolak, maka model yang tepat adalah *Random Effects Model*.
 - b. Jika H_0 ditolak, maka model yang tepat adalah *Fixed Effects Model*.

Berdasarkan model yang diperoleh, akan diuji signifikansi dari model penelitian dengan melakukan uji hipotesis, kemudian dari pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen akan disimpulkan apakah hipotesis diterima atau ditolak. Penelitian ini tidak melakukan uji asumsi klasik karena panel data dapat mengurangi masalah multikolinearitas (Brooks, 2008) dan tidak memerlukan asumsi bahwa model harus bebas dari masalah otokorelasi (Nachrowi dan Usman, 2006). Proses pengolahan data dalam penelitian menggunakan program komputer Eviews 6.

3.5.3 Uji Hipotesis

Tujuan dari pengujian hipotesis adalah untuk menguji apakah koefisien regresi yang didapatkan signifikan (berbeda nyata) atau tidak. Maksud dari signifikan adalah suatu nilai koefisien regresi yang secara statistik tidak sama dengan nol. Jika koefisien regresi tidak sama dengan nol, maka dapat dikatakan bahwa terdapat cukup bukti untuk menyatakan variabel bebas mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat. Sedangkan jika koefisien regresi sama dengan nol, maka dapat dikatakan bahwa tidak cukup bukti untuk menyatakan variabel bebas mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Ada dua jenis uji hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu uji- F dan uji- t . Uji- F digunakan untuk menguji koefisien regresi secara bersama-sama. Sedangkan uji- t digunakan untuk menguji koefisien regresi termasuk *intercept* secara individu (Nachrowi dan Usman, 2006).

3.5.3.1 Uji- F

Uji- F digunakan untuk uji hipotesis koefisien regresi secara bersamaan. Tujuan uji- F adalah untuk mengetahui apakah variabel-variabel bebas secara bersamaan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Jika hasil uji- F lebih besar dari 0,05 maka variabel independen tidak secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Sedangkan jika hasil uji- F lebih kecil dari 0,05 maka variabel independen secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.3.2 Uji- t

Uji- t dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen secara individu terhadap variabel dependen. Uji- t dilakukan dengan melakukan pengujian masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan melakukan uji- t dapat diketahui seberapa besar pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Apabila hasil uji- t lebih kecil dari 0,05 maka variabel independen secara individu berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Sedangkan jika sebaliknya, maka variabel

independen secara individu tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

3.5.4 Uji *Goodness of Fit* (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) merupakan ukuran yang penting dalam regresi. Koefisien determinasi ini digunakan untuk mengukur baik atau tidaknya model regresi yang telah diestimasi dibandingkan dengan data yang sesungguhnya. Nilai koefisien determinasi (R^2) mencerminkan seberapa besar variansi dari variabel terikat dapat diterangkan oleh variabel bebas. Jika nilai $R^2 = 0$ maka diartikan bahwa variabel terikat tidak dapat diterangkan oleh variabel bebas. Sedangkan jika $R^2 = 1$ maka variansi dari variabel terikat secara keseluruhan dapat diterangkan oleh variabel bebas. Ketika nilai $R^2 = 1$ maka semua titik pengamatan berada pada garis regresi. Baik buruknya suatu persamaan regresi ditentukan oleh nilai R^2 , di mana nilai R^2 yang baik berada antara nol dan satu.

3.6 Data dan Sampel penelitian

Dalam penelitian ini, yang menjadi sampel yang akan diteliti adalah semua perusahaan yang telah tercatat di Bursa Efek Indonesia. Periode penelitian adalah Januari 2004 sampai dengan Desember 2011. Penelitian ini menggunakan data-data sebagai berikut:

1. Data harga saham harian
2. Data Indeks Harga Saham Gabungan harian
3. Data nilai kapitalisasi pasar atau *market value of equity*
4. Data volume transaksi saham harian
5. Data *outstanding share*
6. Data *book value of equity*
7. Data *yield government bond* Indonesia

Untuk mendapatkan data sampel, dilakukan beberapa kriteria agar kualitas data pengamatan mampu mencerminkan hasil yang baik. Adapun kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

1. Seleksi pertama adalah mengeluarkan perusahaan yang mempunyai beta tidak signifikan dalam proses perhitungan *residual return* dengan *single index model* untuk tiap saham selama periode Januari 2004 - Desember 2011.
2. Seleksi kedua adalah mengeluarkan perusahaan yang belum terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Januari 2004.
3. Seleksi ketiga adalah mengeluarkan saham yang tidak diperdagangkan selama lebih dari enam bulan berturut – turut.

3.7 Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengumpulan data sekunder. Data penelitian ini diperoleh dari sumber *Reuters Datastream*.

BAB 4 ANALISIS

4.1 Deskriptif Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah semua perusahaan yang telah tercatat di Bursa Efek Indonesia. Data penelitian diperoleh dari sumber *Reuters Datastream* dengan jumlah total sampel sebanyak 419 perusahaan. Namun sampel yang memenuhi kriteria seperti dijelaskan pada Bab 3 adalah sebanyak 92 perusahaan. Adapun komposisi sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 4. 1 Prosedur Penetapan Sampel

Tahap	Kriteria Penetapan Sampel	Jumlah Sampel
1	Jumlah seluruh saham perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia	419
2	Jumlah perusahaan dengan beta tidak signifikan selama periode pengamatan	141
3	Jumlah perusahaan yang belum tercatat di Bursa Efek Indonesia pada Januari 2004	80
4	Jumlah saham yang tidak diperdagangkan selama lebih dari enam bulan berturut - berturut	106
5	Jumlah saham yang memenuhi kriteria sampel	92

Data *times series* yang dikumpulkan merupakan data bulanan periode 2004-2011 sebanyak 96 bulan, sehingga total data observasi yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 8.832 data.

4.2 Analisis Statistik Deskriptif

Langkah selanjutnya setelah pemilihan sampel adalah analisis statistik deskriptif. Berikut ini adalah hasil statistik deskriptif variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

Tabel 4. 2 Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Standard Deviasi
RESVOL	3,2E-10	4,3320	0,0215	0,1145
LNSIZE	23,4132	33,3197	28,1477	2,1943
B/M	0,0018	11,1111	1,0952	0,9811
ILLIQ	0,0000	16666,6777	14,8289	254,5956
RISK	0,0000	12891,1111	34,7985	233,0951
STO	8,69E-08	0,4685	0,0026	0,0119

Sumber: data hasil pengolahan EVIEWS 6

Berdasarkan Tabel 4.2 di atas, nilai rata – rata dari volatilitas residual adalah 0,0215. Nilai maksimum dari variabel ini adalah 4,3320 dan nilai minimumnya adalah 3,2E-10. Standard deviasi volatilitas residual adalah 0,1145. Jika dilihat dari nilai rata – rata volatilitas residual, maka 17,7% dari total sampel 8.832 observasi memiliki volatilitas residual di atas rata – rata. Dapat diartikan bahwa dari total 8.832 observasi, terdapat 1.563 observasi ketika terjadi *mispricing* di atas rata - rata. Hal ini juga dapat diartikan selama periode pengamatan, mayoritas saham lebih sering berada dalam kondisi tidak *mispriced* daripada *mispriced*.

Variabel *Ln Size* memiliki rata – rata 28,1477. Nilai maksimum dari variabel ini sebesar 33,3197 dan nilai minimum sebesar 23,4132. Nilai standard deviasi sebesar 2,1943. Dari total 8.832 observasi, terdapat 4.181 observasi ketika terjadi *size* di atas rata – rata atau 47,34% dari total observasi. Dengan melihat nilai maksimum dan minimum, dapat disimpulkan bahwa rentang interval *size* dari perusahaan sangat besar. tetapi lebih banyak didominasi oleh perusahaan berukuran kecil.

Variabel *book to market ratio* memiliki rata – rata 1,0952. Nilai maksimum dari variabel ini sebesar 0,0018 dan nilai minimum sebesar 11,1111. Nilai standard deviasi sebesar 0,9811. Dari total 8.832 observasi, terdapat 3.337 observasi ketika terjadi *book to market ratio* di atas rata – rata atau 37,78% dari total observasi. Dengan melihat nilai maksimum dan minimum, dapat disimpulkan bahwa rentang interval *book to market ratio* dari perusahaan sangat besar. dan lebih didominasi oleh perusahaan dengan *book to market ratio* kecil atau yang biasa disebut *growth stock*.

Variabel *Amihud Illiquidity* mempunyai nilai rata – rata sebesar 14,8289. Nilai maksimum dari variabel ini adalah 16666,6777 dan nilai minimumnya adalah 0. Nilai standard deviasi adalah 254,5956. Jika dilihat dari nilai rata – rata, maka 4,11% dari total sampel 8.832 observasi memiliki ilikuiditas di atas rata – rata. Dapat diartikan bahwa dari total 8.832 observasi, terdapat 363 observasi ketika terjadi ilikuiditas di atas rata - rata. Hal ini juga dapat diartikan selama periode pengamatan, mayoritas saham lebih sering berada dalam kondisi likuid daripada tidak likuid.

Variabel *Amihud Risk* mempunyai nilai rata – rata sebesar 34,7985. Nilai maksimum dari variabel ini adalah 12891,1111 dan nilai minimumnya adalah 0. Nilai standard deviasi adalah 23,0951. Jika dilihat dari nilai rata – rata, maka 10,71% dari total sampel 8.832 observasi memiliki fluktuasi likuiditas di atas rata – rata. Dapat diartikan bahwa dari total 8.832 observasi, terdapat 946 observasi ketika terjadi fluktuasi likuiditas di atas rata - rata. Hal ini juga dapat diartikan selama periode pengamatan, mayoritas saham lebih sering berada dalam kondisi likuid daripada tidak likuid.

Variabel *Share Turnover* mempunyai nilai rata – rata sebesar 0,0026. Nilai maksimum dari variabel ini adalah 0,4685 dan nilai minimumnya adalah 8,69E-8. Nilai standard deviasi adalah 0,0119. Jika dilihat dari nilai rata – rata, maka 18,06% dari total sampel 8.832 observasi memiliki nilai *share turnover* di atas rata – rata. Dapat diartikan bahwa dari total 8.832 observasi, terdapat 1.595 observasi ketika terjadi *share turnover* di atas rata - rata. Hal ini juga dapat diartikan selama periode pengamatan, mayoritas saham lebih sering berada dalam kondisi tidak likuid daripada likuid.

Dari uraian di atas maka dapat disimpulkan bahwa kondisi saham-saham di bursa efek Indonesia dalam rentang waktu 2004-2011 secara umum lebih sering berada dalam kondisi tidak *mispriced* dan likuid. Kondisi *mispriced* dan tidak likuid pada level tertinggi terjadi pada tahun 2008, karena pada tahun tersebut terjadi krisis keuangan global yang berawal dari Amerika Serikat.

Krisis yang terjadi di Amerika Serikat berakar pada besarnya gelembung kredit yang dikucurkan ke sektor perumahan. Harga minyak dunia sempat menembus US\$ 147 per barrel yang menyebabkan harga pangan melejit tinggi dan jatuhnya bank-bank raksasa di seluruh dunia menunjukkan terjadinya kebangkrutan kredit global yang pada gilirannya bisa mengarah kepada terjadinya resesi ekonomi.

Rekayasa instrumen keuangan yang berbentuk *subprime mortgage* menjadi salah satu sebab timbulnya krisis ekonomi di Amerika Serikat. *Subprime mortgage* atau surat kredit perumahan (KPR) yang berbunga rendah di tahun 2001-2005 menyebabkan meningkatnya permintaan rumah (*boom in the housing market*). Rendahnya tingkat suku bunga di tahun tersebut dikarenakan Bank Sentral Amerika Serikat mengantisipasi kelesuan investasi karena dampak runtuhnya saham-saham teknologi (*burst of internet bubble*) pada Maret 2000.

Rezim suku bunga yang rendah pada tahun 2001-2005 mendorong masyarakat Amerika Serikat cenderung menjadi konsumtif tetapi dengan mengandalkan pembiayaan dari pinjaman yang menjadi utang ke bank-bank. Rendahnya tingkat suku bunga ini juga mendorong peningkatan ekspansi perusahaan dan mendorong terciptanya instrumen keuangan yang mempunyai resiko tinggi dengan pendapatan tinggi (*higher risk higher return*) atas dasar salah satu prinsip investasi keuangan (*financial investments*) yaitu *lower risk lower return* dan *higher risk higher return* (Sudarsono, 2009).

Subprime mortgage merupakan surat kredit yang bisa diperjualbelikan oleh pemberi mortgage (*mortgage lenders*) kepada pihak lain (*debt collateral swap*) dengan bunga tertentu, seperti bank komersial. Lima Bank komersial kemudian menjual sebagai portfolio *mortgage* tersebut kepada *investment bank*. Oleh pihak *investment bank*, *subprime mortgage* tersebut disekuritisasikan (*securitization*) dalam bentuk *mortgage backed securities* (MBS).

Mortgage-backed securities (MBS) merupakan aset yang memiliki pendapatan, yaitu ketika peminjam *mortgage* membayar bunga. MBS dapat dipilah-pilah menjadi beberapa *tranches* dengan tingkat senioritas yang berbeda. MBS bersama instrumen uang lainnya bisa diturunkan (*derivative*) lagi menjadi *collateral debt obligations* (CDO). CDO juga dipilah-pilah lagi menjadi beberapa *tranches* dengan senioritas berbeda. Nilai CDO yang menguntungkan dengan bunga yang murah diminati oleh berbagai bank, asuransi, *hedge fund*, dan *mutual fund*.

Nilai derivatif dari *subprime mortgage* bisa berlipat-lipat atau jauh dari nilai riil perumahan yang digunakan sebagai jaminan. Proses sekuritisasi ini menimbulkan *bubble* yang rawan terhadap gejolak ekonomi karena nilainya tidak ekuivalen dengan jaminan riil (*underlying asset*). Masalah muncul ketika pada tahun 2004 Bank Sentral AS meningkatkan target suku bunga (*credit tightening*) secara perlahan. Kenaikan tingkat bunga membebani pembayaran *mortgage* yang menggunakan tingkat bunga mengambang, tingkat bunga referensi + x% (Sudarsono, 2009).

Kenaikan tingkat bunga menjadikan konsumen mengalami kesulitan untuk membayar bunga *mortgage*. Apalagi untuk jenis *subprime mortgage* yang memiliki kualifikasi sebagai surat utang berisiko dengan tingkat bunga yang lebih tinggi dibanding *prime mortgage*. Kenaikan tingkat bunga ini menjadikan nasabah mulai kesulitan membayar utang sehingga banyak rumah akhirnya disita oleh bank karena pemiliknya *default*.

Keadaan ini juga digunakan spekulasi untuk menjual rumah yang memang awal mulanya dibeli dengan harga murah. Ini juga meningkatkan Risiko kredit macet (*non performing loan*) bank yang mempengaruhi rendahnya kesehatan likuiditas bank sehingga tidak memenuhi rasio kecukupan modal, *capital adequacy ratio* (CAR). Kondisi ini yang menyebabkan kepercayaan nasabah menurun sehingga menarik dananya dengan jumlah yang besar.

Kebutuhan likuiditas ini yang menjadikan pihak bank menjual rumah sitaan dengan harga rendah. Ketidakmampuan pihak perbankan untuk mendapatkan laba yang optimal mengganggu pembayaran *derivative* dari *subprime mortgage* sehingga mengganggu kepercayaan investor. Akhirnya supaya tidak

meruntuhkan likuiditas yang lebih parah, investor yang terdiri dari perusahaan besar yang anak cabangnya menjangkau seluruh dunia, ketika melihat gejala menurunnya nilai instrumen *derivative* ini menjual efeknya dengan harga yang rendah. Namun beberapa perusahaan yang terlambat mengantisipasi hal tersebut akhirnya bangkrut karena hasil penjualan *derivative* tidak memenuhi kebutuhan likuiditasnya. Keadaan ini mengoncang pasar bursa Amerika Serikat dan Eropa sampai akhirnya di kawasan Asia.

Bulan september 2008 adalah bulan di mana perusahaan-perusahaan terbesar di dunia ambruk. Perusahaan perusahaan tersebut diantaranya adalah *Fannie Mae, Freddie Mac, Lehman Brothers, Merrill Lynch*, dan *AIG*. Setelah *Lehman Brothers* menyatakan bangkrut pada September 2008, dampak krisis *subprime mortgage* pada perekonomian global mulai menyebar. Adapun dampak krisis tersebut bagi perekonomian Indonesia ditandai dengan adanya penarikan dana dalam valas khususnya *Dollar AS* oleh lembaga-lembaga keuangan kreditor dan investor di Amerika Serikat. Penarikan tersebut dilakukan dengan menjual sekuritas saham dan surat berharga utang yang dibeli sebelumnya dalam rupiah kemudian dibelikan *Dollar*. Penarikan dana juga dilakukan dengan mencairkan dana yang telah ditempatkan pada bank-bank di Indonesia dan langsung dalam *Dollar*.

Krisis keuangan ini menyebabkan dana yang direpatriasi berjumlah besar sehingga menimbulkan penjualan saham dan surat berharga utang dalam jumlah yang besar. Keadaan ini menjadikan harga sekuritas saham dan surat berharga utang akan turun sehingga indeks harga saham turun tajam. Hitungan suku bunga bagi surat berharga utang yang membayar pendapatan tetap (*fixed income securities*) akan naik. Penurunan harga sekuritas akan menimbulkan kerugian (*capital loss*) sehingga modal perusahaan dan rasio kecukupan modal atau *capital adequacy ratio* (CAR) menipis.

Turunnya kepercayaan terhadap pasar domestik menyebabkan permintaan terhadap *Dollar* naik signifikan, yang berarti mengakibatkan nilai *Dollar* terhadap rupiah naik. Depresiasi rupiah tidak saja disebabkan langsung oleh penarikan dana tersebut di atas, tetapi juga berpotensi diperparah karena lebih besar dari tingkat depresiasi mata uang di luar *Dollar*. Depresiasi terjadi di hampir semua mata uang

di luar *Dollar* karena *Dollar* ditarik kembali sebagai *back-up* likuiditas perusahaan AS. Keadaan ini menjadikan *Dollar* semakin mahal karena *Dollar* semakin langka dan permintaan *Dollar* pun akhirnya meningkat.

Gejolak kurs akan berdampak pada kenaikan harga atau inflasi menjadi tinggi. Keadaan ini menimbulkan keinginan melakukan *currency substitution* dari Rupiah ke *Dollar*. Apalagi kecenderungan ini dikaitkan dengan ekspektasi inflasi di Indonesia yang cukup tinggi dalam dua angka (*double digits*). Dalam kondisi seperti ini, semua kemungkinan ekonomi dapat berpotensi mengakibatkan gejolak Rupiah terhadap *Dollar*.

Gejolak kurs dan ekspektasi gejolak depresiasi Rupiah yang besar dapat menyebabkan dana masyarakat berpindah atau lari ke bank yang berkualitas tinggi dan bank asing di dalam negeri dan di luar negeri (*currency substitution*). Gejolak itu juga akan mengakibatkan debitur bank mengalami kesulitan usaha, dengan konsekuensi selanjutnya tidak mampu bayar pokok utang dan bunga ke bank. Akibatnya, bank mengalami kesulitan likuiditas dan menyebabkan meningkatnya *cost of fund* sehingga bank tidak bisa memenuhi kewajibannya kepada Dana Pihak Ketiga (DPK).

Ekspor non-migas Indonesia berpotensi tertekan dan merosot. Potensi ini berkaitan dengan melemahnya ekonomi AS dan negara-negara industri, sebagai dampak dari krisis keuangan Amerika Serikat. Di Amerika Serikat, dampak lanjut dari krisis *subprime mortgage* telah dan akan terus membatasi pembiayaan dari perbankan ke sektor riil dan usaha sektor keuangan, serta menekan pengeluaran belanja para konsumen.

Dampak bagi perbankan Indonesia dengan adanya penarikan dana oleh investor luar negeri di berbagai perusahaan Indonesia mengakibatkan bank mengalami krisis likuiditas, penurunan nilai aktiva produktif (*earning assets*) dalam bentuk kredit dan surat berharga yang dibeli bank, penurunan rasio kecukupan modal (CAR) terutama karena kerugian berasal dari pencadangan atas penurunan kualitas aktiva produktif dan gagal bayar bunga kredit.

Hal-hal tersebut berdampak pada aktivitas pasar modal global tidak terkecuali Bursa Efek Indonesia. Perkembangan indeks bursa saham di beberapa bursa dunia yang sebelumnya menunjukkan kinerja yang *outperform* terkoreksi

turun sampai dengan level yang tidak diperkirakan. Jika dibandingkan dengan awal tahun 2008, Indeks Bursa Shanghai telah turun sebesar 64 %, *Kuala Lumpur Composite Index* sebesar 34%. Begitu juga dengan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) Bursa Efek Indonesia per tanggal 16 September 2008 menyentuh level terendah 1.719,254, terkoreksi 39,3% dihitung dari level IHSG tertinggi 9 Januari 2008 di level 2.830,260 (Hadi, 2009). Kerugian langsung mungkin hanya dialami sebagian kecil investor yang memiliki *eksposure* atas aset-aset yang terkait langsung dengan lembaga-lembaga keuangan AS yang bermasalah.

Melemahnya IHSG akibat sentimen global krisis keuangan AS sebenarnya juga memberikan hikmah positif karena tanpa kita sadari kinerja IHSG selama ini relatif *overvalued*. Hal tersebut terlihat dari hasil penelitian ini yaitu Bursa Efek Indonesia lebih didominasi oleh saham perusahaan dengan *book to market ratio* rendah yang mencerminkan saham yang *overvalued*. Turunnya IHSG pada tahun 2008 lebih mewakili kondisi fundamental yang sebenarnya (Hadi, 2009).

Hasil statistik deskriptif penelitian ini menyebutkan bahwa kondisi Bursa Efek Indonesia secara umum lebih sering berada dalam kondisi likuid selama periode 2004-2011. Hal tersebut disebabkan karena investor pasar modal Indonesia saat ini masih didominasi investor asing. Berdasarkan data dari Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) per tanggal 31 Juli 2008 kepemilikan saham investor Asing di Bursa Efek Indonesia sebesar 64 %, sisanya 36 % adalah kepemilikan saham oleh investor lokal. Peran investor asing ini di satu sisi membawa dampak positif meningkatkan likuiditas berupa aliran modal masuk (*capital inflow*), tetapi di sisi yang lain merupakan ancaman instabilitas pasar ketika investor asing ini keluar dan menarik modalnya (*capital outflow*) secara masif dan tiba-tiba. Sampai saat ini di pasar modal Indonesia belum mengindikasikan adanya *capital outflow* secara besar-besaran sebagai dampak dari krisis keuangan AS. Namun demikian, kita harus mewaspadaai kemungkinan terjadinya penarikan modal investor asing secara besar-besaran. Ketidakpastian perekonomian global sebagai dampak dari krisis keuangan AS masih dominan dan memberikan peluang terjadinya *capital outflow* secara besar-besaran di pasar modal Indonesia (Hadi, 2009).

4.3 Estimasi Model Panel data

4.3.1 Panel Data Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Illiquidity*

Untuk menentukan model yang tepat untuk panel data, maka dilakukan langkah-langkah seperti yang disebutkan dalam Bab 3, yaitu yang pertama adalah melakukan estimasi model dengan *fixed effects model*.

Tabel 4. 3 Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Illiquidity*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	<i>none</i>	0,1540***	7,2439	0,0000
<i>LNSIZE</i>	-	-0,0045***	-6,4053	0,0000
<i>BM</i>	-	-0,0035**	-2,1455	0,0159
<i>ILLIQ</i>	+	1,2E-05***	2,5280	0,0057
<i>Adjusted-R²</i>	0,0263			
<i>F Statistic</i>	3,4141			

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

* Signifikan pada level $\alpha = 1\%$

** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

*** Signifikan pada level $\alpha = 10\%$

Selanjutnya untuk mengetahui apakah *fixed effects* lebih baik daripada *pooled data*, maka dilakukan uji *fixed effects* dengan *redundant fixed effects*.

Tabel 4. 4 Hasil Uji *Redundant Fixed Effects* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Illiquidity*

<i>Effect Test</i>	<i>Statistics</i>	<i>d,f</i>	<i>Prob,</i>
<i>Period F</i>	3,0148	(95.8651)	0,0000
<i>Period Chi-square</i>	284,9991	95	0,0000

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

Dari Tabel 4.4 di atas, dapat dilihat bahwa hipotesis nol ditolak sehingga *fixed effects model* dapat digunakan. Selanjutnya dilanjutkan ke langkah berikutnya yaitu estimasi dengan *random effects model*. Hasil estimasi dengan *random effects* dapat dilihat pada Tabel 4.5 di bawah ini.

Tabel 4. 5 Hasil Estimasi *Random Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Illiquidity*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	<i>none</i>	0,1296***	5,2074	0,0000
<i>LNSIZE</i>	-	-0,0037***	-4,4455	0,0000
<i>BM</i>	-	-0,0026*	-1,5112	0,0653
<i>ILLIQ</i>	+	1,27E-05***	2,5971	0,0047
<i>Adjusted-R²</i>	0,0031			
<i>F Statistic</i>	10,1037			

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

* Signifikan pada level $\alpha = 1\%$

** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

*** Signifikan pada level $\alpha = 10\%$

Selanjutnya untuk mengetahui apakah *random effects model* lebih baik digunakan daripada *fixed effects* maka dilakukan uji *random effects* dengan *Hausman Test*.

Tabel 4. 6 Hasil Uji *Hausman Test* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Illiquidity*

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	10,2324	3	0,0167

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

Dari Tabel 4.6 di atas, dapat dilihat bahwa hipotesis nol ditolak. Artinya model yang terpilih adalah *fixed effects model*.

4.3.2 Panel Data Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Risk*

Untuk menentukan model yang tepat untuk panel data, maka dilakukan langkah-langkah seperti yang disebutkan dalam Bab 3, yaitu yang pertama adalah melakukan estimasi model dengan *fixed effects model*.

Tabel 4. 7 Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Risk*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	<i>none</i>	0,1507***	6,9419	0,0000
<i>LNSIZE</i>	-	-0,0044***	-6,1206	0,0000
<i>BM</i>	-	-0,0006**	-2,1794	0,0146
<i>RISK</i>	+	1,54E-05***	2,8667	0,0021
<i>Adjusted-R²</i>	0,0265			
<i>F Statistic</i>	3,4107			

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

* Signifikan pada level $\alpha = 1\%$

** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

*** Signifikan pada level $\alpha = 10\%$

Selanjutnya untuk mengetahui apakah *fixed effects* lebih baik daripada *pooled data*, maka dilakukan uji *fixed effects* dengan *redundant fixed effects*.

Tabel 4. 8 Hasil Uji *Redundant Fixed Effects* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Risk*

<i>Effect Test</i>	<i>Statistics</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Period F</i>	2,9847	(95.8579)	0,0000
<i>Period Chi-square</i>	282,1810	95	0,0000

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

Dari Tabel 4.8 di atas, dapat dilihat bahwa hipotesis nol ditolak sehingga *fixed effects model* dapat digunakan. Selanjutnya dilanjutkan ke langkah

berikutnya yaitu estimasi dengan *random effects model*. Hasil estimasi dengan *random effects* dapat dilihat pada tabel 4.9 di bawah ini.

Tabel 4. 9 Hasil Estimasi *Random Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Risk*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	<i>none</i>	0,1259***	4,9715	0,0000
<i>LNSIZE</i>	-	-0,0036***	-4,2217	0,0000
<i>BM</i>	-	-0,0028*	-1,5653	0,0587
<i>RISK</i>	+	1,67E-05***	3,0404	0,0012
<i>Adjusted-R²</i>	0,0037			
<i>F Statistic</i>	10,9000			

Sumber: Hasil pengolahan EViews 6

* Signifikan pada level $\alpha = 1\%$

** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

*** Signifikan pada level $\alpha = 10\%$

Selanjutnya untuk mengetahui apakah *random effects model* lebih baik digunakan daripada *fixed effects* maka dilakukan uji *random effects* dengan *Hausman Test*.

Tabel 4. 10 Hasil Uji *Hausman Test* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Risk*

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	9,7666	3	0,0207

Sumber: Hasil pengolahan EViews 6

Dari Tabel 4.10 di atas, dapat dilihat bahwa hipotesis nol ditolak. Artinya model yang terpilih adalah *fixed effects model*.

4.3.3 Panel Data Dengan Ukuran Likuiditas *Share Turnover*

Untuk menentukan model yang tepat untuk panel data, maka dilakukan langkah-langkah seperti yang disebutkan dalam Bab 3, yaitu yang pertama adalah melakukan estimasi model dengan *fixed effects model*.

Tabel 4. 11 Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Share Turnover*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	<i>none</i>	0,1590***	7,5294	0,0000
<i>LNSIZE</i>	-	-0,0048***	-6,8226	0,0000
<i>BM</i>	-	-0,0031**	-1,9098	0,0281
<i>STO</i>	-	0,8899***	8,6845	0,0000
<i>Adjusted-R²</i>	0,0339			
<i>F Statistic</i>	4,1388			

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

* Signifikan pada level $\alpha = 1\%$

** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

*** Signifikan pada level $\alpha = 10\%$

Selanjutnya untuk mengetahui apakah *fixed effects* lebih baik daripada *pooled data*, maka dilakukan uji *fixed effects* dengan *redundant fixed effects*.

Tabel 4. 12 Hasil Uji *Redundant Fixed Effects* Dengan Ukuran Likuiditas *Share Turnover*

<i>Effect Test</i>	<i>Statistics</i>	<i>d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Period F</i>	3,0049	(95.8654)	0,0000
<i>Period Chi-square</i>	284,0796	95	0,0000

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

Dari Tabel 4.12 di atas, dapat dilihat bahwa hipotesis nol ditolak sehingga *fixed effects model* dapat digunakan. Selanjutnya dilanjutkan ke langkah

berikutnya yaitu estimasi dengan *random effects model*. Hasil estimasi dengan *random effects* dapat dilihat pada Tabel 4.13 di bawah ini.

Tabel 4. 13 Hasil Estimasi *Random Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Share Turnover*

<i>Variable</i>	<i>Expected Sign</i>	<i>Coefficient</i>	<i>t-statistics</i>	<i>Prob</i>
<i>Intercept</i>	<i>none</i>	0,1322***	7,5294	0,0000
<i>LNSIZE</i>	-	-0,0039***	-6,8226	0,0000
<i>BM</i>	-	-0,0021	-1,9098	0,1137
<i>STO</i>	-	0,9426***	8,6845	0,0000
<i>Adjusted-R²</i>	0,0112			
<i>F Statistic</i>	34,1896			

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

* Signifikan pada level $\alpha = 1\%$

** Signifikan pada level $\alpha = 5\%$

*** Signifikan pada level $\alpha = 10\%$

Selanjutnya untuk mengetahui apakah *random effects model* lebih baik digunakan daripada *fixed effects* maka dilakukan uji *random effects* dengan *Hausman Test*.

Tabel 4. 14 Hasil Uji Hausman Test Dengan Ukuran Likuiditas *Share Turnover*

<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i>	14,6495	3	0,0021

Sumber: Hasil pengolahan EVIEWS 6

Dari Tabel 4.14 di atas, dapat dilihat bahwa hipotesis nol ditolak. Artinya model yang terpilih adalah *fixed effects model*.

4.4 Uji Hipotesis

Tujuan dari pengujian hipotesis adalah untuk menguji apakah koefisien regresi yang didapatkan signifikan (berbeda nyata) atau tidak. Ada dua jenis uji hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu uji- F dan uji- t . Uji- F digunakan untuk menguji koefisien regresi secara bersama-sama. Sedangkan uji- t digunakan untuk menguji koefisien regresi termasuk *intercept* secara individu.

4.4.1 Uji- F

Uji- F bertujuan untuk menguji hipotesis koefisien regresi atas seluruh variabel independennya, apakah secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Dalam penelitian ini dapat diartikan variabel independen yang terdiri dari *size*, *book to market ratio* dan likuiditas secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen.

Untuk likuiditas dengan ukuran *amihud illiquidity*, berdasarkan Tabel 4.3 hasil uji- F menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *F-statistics* sebesar 3,4141. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Model yang dihasilkan valid untuk digunakan.

Untuk likuiditas dengan ukuran *amihud risk*, berdasarkan Tabel 4.7 hasil uji- F menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *F-statistics* sebesar 3,4107. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Model yang dihasilkan valid untuk digunakan.

Untuk likuiditas dengan ukuran *share turnover*, berdasarkan Tabel 4.11 hasil uji- F menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *F-statistics* sebesar 4,1388. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Model yang dihasilkan valid untuk digunakan.

4.4.2 Uji-*t*

Uji-*t* dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen secara individu terhadap variabel dependen. Uji-*t* dilakukan dengan melakukan pengujian masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Dengan melakukan uji-*t* dapat diketahui seberapa besar pengaruh masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen.

Untuk likuiditas dengan ukuran *amihud illiquidity*, dapat dilihat pada Tabel 4.3 hasil uji-*t* konstanta menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *t-statistics* sebesar 7,2439. Variabel *size* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *t-statistics* sebesar -6,4053. Variabel *book to market ratio* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0159 dan *t-statistics* sebesar -2,1455. Variabel *amihud illiquidity* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0057 dan *t-statistics* sebesar 2,5280. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen secara individu berpengaruh terhadap variabel dependen.

Untuk likuiditas dengan ukuran *amihud risk*, dapat dilihat pada Tabel 4.7 hasil uji-*t* konstanta menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *t-statistics* sebesar 6,9419. Variabel *size* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *t-statistics* sebesar -6,1206. Variabel *book to market ratio* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0146 dan *t-statistics* sebesar -2,1794. Variabel *amihud risk* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0021 dan *t-statistics* sebesar 2,8667. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen secara individu berpengaruh terhadap variabel dependen.

Untuk likuiditas dengan ukuran *share turnover*, dapat dilihat pada Tabel 4.11 hasil uji-*t* konstanta menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *t-statistics* sebesar 7,5294. Variabel *size* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *t-statistics* sebesar -6,8226. Variabel *book to market ratio* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0281 dan *t-statistics* sebesar -1,9098. Variabel *share turnover* menunjukkan *p-value* sebesar 0,0000 dan *t-statistics* sebesar 8,6845. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen secara individu berpengaruh terhadap variabel dependen.

4.5 Analisis Goodness of Fit

Tujuan dari pengujian *goodness of fit* adalah untuk mengukur seberapa besar variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen dalam suatu model regresi. Uji ini juga bertujuan untuk menginformasikan baik atau tidaknya model estimasi regresi dengan data yang sesungguhnya.

Untuk likuiditas dengan ukuran *amihud illiquidity*, dapat dilihat pada Tabel 4.3 bahwa nilai *adjusted R²* adalah sebesar 0,0263. Hal ini dapat diartikan bahwa seluruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian dapat menjelaskan perubahan variabel *mispricing* sebesar 2,63%. Sedangkan sisanya sebesar dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lainnya yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

Untuk likuiditas dengan ukuran *amihud risk*, dapat dilihat pada Tabel 4.7 bahwa nilai *adjusted R²* adalah sebesar 0,0265. Hal ini dapat diartikan bahwa seluruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian dapat menjelaskan perubahan variabel *mispricing* sebesar 2,65%. Sedangkan sisanya sebesar dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lainnya yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

Untuk likuiditas dengan ukuran *share turnover*, dapat dilihat pada Tabel 4.11 bahwa nilai *adjusted R²* adalah sebesar 0,0339. Hal ini dapat diartikan bahwa seluruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian dapat menjelaskan perubahan variabel *mispricing* sebesar 3,39%. Sedangkan sisanya sebesar dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lainnya yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

4.6 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis

Langkah selanjutnya adalah memaparkan analisis hasil dari uji hipotesis yang diperoleh sebelumnya seperti dapat dilihat pada Tabel 4.3, 4.7 dan 4.11 di atas.

4.6.1 Pengaruh Ukuran (*Size*) Perusahaan Terhadap Tingkat *Mispricing* Saham Perusahaan

Pengujian hipotesis 1 bertujuan untuk menguji pengaruh ukuran (*size*) perusahaan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.3, 4.7 dan 4.11 variabel ukuran perusahaan memiliki koefisien yang negatif serta pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$, $\alpha = 1\%$ dan $\alpha = 1\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran (*size*) perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Semakin besar ukuran (*size*) perusahaan, semakin kecil tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sehingga hipotesis dari penelitian ini diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan pendapat dari Brennan dan Wang (2010), Doukas, Kim dan Pantzalis (2010), Hirshleifer dan Jiang (2007). Temuan temuan dari penelitian – penelitian tersebut menunjukkan bahwa ukuran (*size*) perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Dengan kata lain, semakin kecil ukuran (*size*) perusahaan semakin besar tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Perbedaan utama antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada sampel penelitian di mana dalam penelitian ini yang dijadikan observasi adalah saham perusahaan – perusahaan yang terdapat di Indonesia.

Dari hasil uji hipotesis dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan berukuran kecil cenderung mengalami *mispricing* karena memiliki *relative valuation* yang rendah, yang merupakan *valuation ambiguity* (Doukas, Kim dan Pantzalis, 2010). Salah satu indikator yang digunakan untuk mengetahui nilai *relative valuation* adalah *price-earning ratio* (PER). Nilai PER menandakan berapa harga saham yang bersedia dibayarkan oleh investor setiap pendapatan yang dihasilkan perusahaan. Nilai PER yang rendah menunjukkan bahwa investor memiliki ekspektasi yang rendah terhadap saham perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan harga menyimpang dari harga wajarnya sehingga terjadi *mispricing*.

4.6.2 Pengaruh *Book to Market Ratio* Perusahaan Terhadap Tingkat *Mispricing* Saham Perusahaan

Pengujian hipotesis 2 bertujuan untuk menguji pengaruh *book to market ratio* perusahaan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.3, 4.7 dan 4.11 variabel *book to market ratio* perusahaan memiliki koefisien yang negatif serta pengaruh signifikan pada $\alpha = 5\%$, $\alpha = 5\%$ dan $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *book to market ratio* perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Semakin rendah *book to market ratio* perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sehingga hipotesis dari penelitian ini diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan pendapat dari Brennan dan Wang (2010), Doukas, Kim dan Pantzalis (2010), Hirshleifer dan Jiang (2007). Temuan - temuan dari penelitian – penelitian tersebut menunjukkan bahwa *book to market ratio* perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Dengan kata lain, semakin rendah *book to market ratio* perusahaan semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Perbedaan utama antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada sampel penelitian di mana dalam penelitian ini yang dijadikan observasi adalah saham perusahaan – perusahaan yang terdapat di Indonesia.

Dari hasil uji hipotesis dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan dengan *book to market ratio* rendah cenderung mengalami *mispricing* karena *book to market effect* tersebut merupakan hasil dari *overreaction* pasar (Fama dan French, 1993). Pendapat ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1995) yang menemukan bukti bahwa harga saham suatu perusahaan cenderung naik karena adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap adanya informasi spesifik perusahaan tersebut. De Bondt (1985) dan Thaler (1987) menemukan bahwa dalam jangka panjang harga saham akan turun dan mengoreksi naiknya harga akibat reaksi pasar yang berlebihan. *Overreaction* menyebabkan harga saham menyimpang dari harga wajarnya sehingga terjadi *mispricing*.

4.6.3 Pengaruh Likuiditas Saham Perusahaan Terhadap Tingkat *Mispricing* Saham Perusahaan

Pengujian hipotesis 3 bertujuan untuk menguji pengaruh likuiditas perusahaan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Dalam penelitian ini digunakan tiga ukuran likuiditas saham yaitu *Amihud Illiquidity*, *Amihud Risk*, dan *Share Turnover*.

4.6.3.1 Pengaruh Likuiditas Terhadap Tingkat *Mispricing* dengan Ukuran *Amihud Illiquidity*

Pengujian hipotesis 3 bertujuan untuk menguji pengaruh likuiditas perusahaan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.3, variabel ilikuiditas perusahaan memiliki koefisien yang positif serta pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ilikuiditas perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia, atau dengan kata lain likuiditas perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing*. Semakin rendah likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sehingga hipotesis dari penelitian ini diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Sadka dan Scherbina (2009) dan Brennan dan Wang (2010). Temuan dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa likuiditas saham perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Dengan kata lain, semakin rendah likuiditas *saham* perusahaan semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Perbedaan utama antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada sampel penelitian di mana dalam penelitian ini yang dijadikan observasi adalah saham perusahaan – perusahaan yang terdapat di Indonesia dan ukuran likuiditas yang digunakan adalah *amihud illiquidity*.

Dari hasil uji hipotesis dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas rendah cenderung mengalami *mispricing* karena perusahaan memiliki tingkat ketidakpastian yang tinggi pada saat sahamnya tidak likuid (Sadka dan Scherbina, 2008). Ketidakpastian ini adalah adanya *analyst*

disagreement terkait dengan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. *Analyst disagreement* dapat pula berupa perbedaan pandangan para analis tentang kondisi pasar sehingga pelaku pasar mengambil posisi *wait and see* yang menyebabkan tidak adanya transaksi di pasar.

4.6.3.2 Pengaruh Likuiditas Terhadap Tingkat *Mispricing* dengan Ukuran *Amihud Risk*

Pengujian hipotesis 3 bertujuan untuk menguji pengaruh likuiditas perusahaan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.7, variabel likuiditas perusahaan memiliki koefisien yang positif serta pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia, atau dengan kata lain likuiditas perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing*. Semakin rendah likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sehingga hipotesis dari penelitian ini diterima.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Sadka dan Scherbina (2009) dan Brennan dan Wang (2010). Temuan dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa likuiditas saham perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Dengan kata lain, semakin rendah likuiditas *saham* perusahaan semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan tersebut. Perbedaan utama antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada sampel penelitian di mana dalam penelitian ini yang dijadikan observasi adalah saham perusahaan – perusahaan yang terdapat di Indonesia dan ukuran likuiditas yang digunakan adalah *amihud risk*.

Dari hasil uji hipotesis dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas rendah cenderung mengalami *mispricing* karena adanya ketidakpastian tentang ada atau tidaknya likuiditas. Ketidakpastian ini juga menyebabkan adanya ketidakpastian tentang berapa biaya transaksi yang muncul ketika investor ingin menjual sahamnya (Amihud, Mendelson dan Pedersen, 2005). Ketidakpastian ini akan semakin tinggi ketika saham tidak likuid.

4.6.3.3 Pengaruh Likuiditas Terhadap Tingkat *Mispricing* dengan Ukuran *Share Turnover*

Pengujian hipotesis 3 bertujuan untuk menguji pengaruh likuiditas perusahaan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.11, variabel likuiditas perusahaan memiliki koefisien yang positif serta pengaruh signifikan pada $\alpha = 1\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan di Indonesia. Semakin tinggi likuiditas perusahaan, semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sehingga hipotesis dari penelitian ini tidak diterima.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan literatur yang ada yaitu semakin tinggi likuiditas maka semakin rendah *mispricing* saham, tetapi penelitian ini sejalan dengan penelitian Fong, Holden dan Trzcinka (2011) dan Chen, Lung dan Wang (2009). Fong, Holden dan Trzcinka (2011) membuktikan bahwa ukuran likuiditas *share turnover* mempunyai hubungan yang *inversely related* terhadap proksi likuiditas yang lain seperti *percent-cost proxy* dan *cost-per-volume proxy*. Sedangkan hasil penelitian Chen, Lung dan Wang (2009) menunjukkan bahwa *mispricing* mempunyai hubungan yang positif dengan *share turnover*.

Dari hasil uji hipotesis dapat diindikasikan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas tinggi yang diukur dengan *share turnover* akan mengalami *mispricing*. Hal tersebut dikarenakan adanya rasa optimisme yang berlebihan terhadap pertumbuhan dividen. Optimisme yang berlebihan akan menyebabkan semakin tingginya *share turnover* dan membuat investor bersedia membayar di atas nilai fundamentalnya (Chen, Lung dan Wang, 2009). Kepanikan pasar karena suatu sebab tertentu juga dapat menyebabkan tingginya *share turnover* karena investor berlomba-lomba menjual sahamnya, dan dapat menyebabkan terjadinya *mispricing*. Penyebab lainnya mungkin disebabkan oleh adanya *non inform trader* yang menjual sahamnya karena sedang membutuhkan uang dalam jumlah besar dan dalam waktu cepat. Hal tersebut dapat menyebabkan harga saham menyimpang dari harga wajarnya.

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran (*size*) perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hal ini berarti semakin rendah ukuran (*size*) perusahaan, maka semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hal ini mungkin disebabkan karena saham perusahaan berukuran kecil memiliki *relative valuation* yang rendah, yang merupakan *valuation ambiguity* (Doukas, Kim dan Pantzalis, 2010). Salah satu indikator yang digunakan untuk mengetahui nilai *relative valuation* adalah *price-earning ratio* (PER). Nilai PER menandakan berapa harga saham yang bersedia dibayarkan oleh investor setiap pendapatan yang dihasilkan perusahaan. Nilai PER yang rendah menunjukkan bahwa investor memiliki ekspektasi yang rendah terhadap saham perusahaan. Hal ini dapat menyebabkan harga menyimpang dari harga wajarnya sehingga terjadi *mispricing*.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *book to market ratio* perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hal ini berarti semakin rendah *book to market ratio* perusahaan, maka semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hal ini mungkin disebabkan karena adanya *overreaction* pasar. Saham perusahaan dengan *book to market ratio* rendah cenderung mengalami *mispricing* karena *book to market effect* tersebut merupakan hasil dari *overreaction* pasar (Fama dan French, 1993). Pendapat ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Jegadeesh dan Titman (1995) yang menemukan bukti bahwa harga saham suatu perusahaan cenderung naik karena adanya reaksi pasar yang berlebihan terhadap adanya informasi spesifik perusahaan tersebut. *Overreaction* menyebabkan harga saham menyimpang dari harga wajarnya sehingga terjadi *mispricing*.

3. a. Hasil penelitian yang menggunakan *Amihud Illiquidity* sebagai proksi likuiditas menunjukkan bahwa likuiditas saham perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hal ini berarti semakin rendah likuiditas saham perusahaan, maka semakin tinggi tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hal ini mungkin disebabkan karena perusahaan memiliki tingkat ketidakpastian yang tinggi pada saat sahamnya tidak likuid (Sadka dan Scherbina, 2008). Ketidakpastian ini adalah adanya *analyst disagreement* terkait dengan pendapatan perusahaan di masa yang akan datang. *Analyst disagreement* dapat pula berupa perbedaan pandangan para analis tentang kondisi pasar sehingga pelaku pasar mengambil posisi *wait and see* yang menyebabkan tidak adanya transaksi di pasar.
- b. Hasil penelitian yang menggunakan *Amihud Risk* sebagai proksi likuiditas menunjukkan bahwa likuiditas saham perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa saham perusahaan dengan likuiditas rendah cenderung mengalami *mispricing* karena adanya ketidakpastian tentang ada atau tidaknya likuiditas. Ketidakpastian ini juga menyebabkan adanya ketidakpastian tentang berapa biaya transaksi yang muncul ketika investor ingin menjual sahamnya (Amihud, Mendelson dan Pedersen, 2005). Ketidakpastian ini akan semakin tinggi ketika saham tidak likuid.
- c. Hasil penelitian yang menggunakan *share turnover* sebagai proksi likuiditas menunjukkan hasil yang bertentangan dengan literatur yang ada yaitu semakin tinggi likuiditas saham maka semakin rendah *mispricing* saham. Menurut Fong, Holden dan Trzcinka (2011), hal tersebut disebabkan karena ukuran likuiditas *share turnover* mempunyai hubungan yang *inversely related* terhadap proksi likuiditas yang lain seperti *percent-cost proxy* dan *cost-per-volume proxy*. Penelitian Chen, Lung dan Wang (2009) menunjukkan bahwa *mispricing* mempunyai hubungan yang positif dengan *share turnover*. Hal tersebut dikarenakan adanya rasa optimisme yang berlebihan terhadap pertumbuhan dividen. Optimisme yang berlebihan akan menyebabkan semakin tingginya *share turnover* dan membuat investor bersedia membayar di atas nilai fundamentalnya (Chen, Lung dan Wang,

2009). Kepanikan pasar karena suatu sebab tertentu juga dapat menyebabkan tingginya *share turnover* karena investor berlomba-lomba menjual sahamnya, dan dapat menyebabkan terjadinya *mispricing*. Penyebab lainnya mungkin disebabkan oleh adanya *non inform trader* yang menjual sahamnya karena sedang membutuhkan uang dalam jumlah besar dan dalam waktu cepat. Hal tersebut dapat menyebabkan harga saham menyimpang dari harga wajarnya.

5.2 Saran

5.2.1 Bagi Investor

Diharapkan agar para investor memperhatikan faktor ukuran (*size*) perusahaan, *book to market ratio* perusahaan dan likuiditas saham perusahaan. Hal ini disebabkan karena berdasarkan penelitian ini telah terbukti bahwa ketiga variabel tersebut memiliki pengaruh terhadap tingkat *mispricing* saham perusahaan. Sebaiknya sebelum membeli saham suatu perusahaan, investor perlu memperhatikan beberapa faktor yang telah disebutkan di atas dapat menentukan strategi yang tepat untuk mendapatkan *return* yang optimal.

5.2.2 Bagi Akademisi

Penelitian yang selanjutnya diharapkan dapat memperpanjang periode penelitian serta menambah jumlah sampel penelitian. Selain itu sebaiknya penelitian selanjutnya memperbanyak variabel independen lainnya yang belum diuji dalam penelitian ini contohnya seperti jumlah *analyst coverage*. Hal yang juga penting untuk diperhatikan adalah dalam hal memilih ukuran yang digunakan sebagai proksi untuk likuiditas. Hal tersebut penting ketika akan menghubungkan konsep *mispricing* dengan likuiditas.

5.2.3 Bagi Regulator

Regulator diharapkan dapat membuat peraturan ataupun menyediakan perangkat-perangkat yang dapat membuat pasar menjadi semakin efisien dan mengurangi adanya *mispricing* di pasar modal Indonesia. Sehingga investor akan memperoleh *return* yang sebanding dengan tingkat risiko sahamnya.

DAFTAR REFERENSI

- Aitken, M., & Comerton-Forde, C. (2003). *How should liquidity be measured?* Pacific-Basin Finance Journal, 11, 45-59.
- Amihud, Y. (2002). *Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects.* Journal of Financial Markets, 5, 31-56.
- Amihud, Y., Mendelson, H., Pedersen, L.H., 2005. *Liquidity and asset prices.* Foundations and Trends in Finance 1, 269–364
- Brennan, Michael J., & Wang, Ashley W. (2010). *The mispricing return premium.* The Review of Financial Studies, 23(9): 3437–3468.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A.J. (2008). *Investment* (8th ed.). New York: McGraw-Hill.
- Brooks, C. (2008). *Introductory econometrics for finance* (2nd ed.). Cambridge: Cambridge University Press.
- Cahyono, Jaka F. (1999). *Menjadi manajer bagi diri sendiri.* PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Chen, H., & V, Singal. (2003). *Role of speculative short sales in price formation: The case of the weekend effect.* Journal of Finance, 58, 685-705.
- Chen, Carl R., Lung, Peter P., & Wang, F Albert. (2009). *Stock market mispricing: Money illusion or resale option.* Journal of Financial and Quantitative Analysis, 44, 1125-1147.
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2000). *Commonality in liquidity.* Journal of Financial Economics, 56, 3-28.
- DeBontd, Werner F.M., & Thaler, R. (1985). *Does the stock market overreact?* Journal of Finance, 40, 793-805.
- Dick-Nielsen, J., Feldhuetter, P., & Lando, D. (2012). *Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis.* Journal of Financial Economics, 103, 471-492.
- Doukas, John A., Kim, Chansog (Francis), & Pantzalis, C. (2010). *Arbitrage risk and stock mispricing.* Journal of Financial and Quantitative Analysis, 45, 907-934.
- Fachrudin, Achmad. (2006). *Analisis efisiensi pasar pada saham-saham yang tergabung dalam jakarta islamic index.* Tesis Pasca Sarjana, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

- Fama, Eugene F., & French, Kenneth R. (1993). *Common risk factors in the returns of stocks and bonds*. Journal of Financial Economics, 33, 3-56.
- Fong, K., Holden, Craig W., & Trzcinka, Charles A. (2011). *What are the best liquidity proxies for global research*. Working Paper, University of New South Wales.
- Griffin, John M., & Lemmon, Michael L.(2002). *Book to market equity, distress risk, and stock returns*. Journal of Finance, 57, No 5.
- Gumanti, Tatang A., & Utami, Elok S.(2002). *Bentuk pasar efisien dan pengujiannya*. Jurnal akuntansi dan keuangan, Vol 4, No 1.
- Hadi, Didik K. (2009). *Dampak krisis keuangan global bagi indonesia*. PT Recapital Advisors, Hal 1.
- Harris, L. (2003). *Trading & exchanges: Market microstructure for practitioners*. Oxford University Press, USA.
- Hasbrouck, J., & Seppi, Duane J. (2001). *Common factors in prices, order flows, and liquidity*. Journal of Financial Economics, 59, 383-411.
- Heart, D., & Zaima, K. (2003). *Contemporary investment: Security and portfolio analysis* (4th ed.). South-Western College Pub.
- Husnan, S. (1998). *Dasar-dasar teori portofolio dan analisa sekuritas*. Yogyakarta. Unit Penerbitan dan Percetakan AMP YKPN.
- Jegadeesh, N., & Titman, S. 1995, *Overreaction, delayed reaction, and contrarian profits*. Review of Financial Studies, 8, 973-993.
- Kang, Q. (2007). *Mispricing in linear asset pricing models*. Working paper, University of Miami.
- Kim, Jae H., & Shamsudin, A. (2008). *Are Asian stock markets efficient? Evidence from new multiple variance ratio tests*. Journal of Empirical Finance, 15, 518-532.
- Lee, C., & Swaminathan, B. (2000). *Price momentum and trading volume*. The Journal of Finance, 55, 2017-2069.
- Lesmond, David A. (2011). *Liquidity of emerging markets*. Journal of Financial Economics, 77, 411-452.
- Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1988). *Stock market prices do not follow random walks: Evidence from a simple specification test*. Review of Financial Studies, 1(1), 41 –66.

- Lynch, Andrew A., & Trulasko, Robert J. (2011). *Liquidity, Liquidity Risk, and the Cross Section of Mutual Fund Returns*. Working Paper. University of Missouri.
- Meggison, William L. (1997). *Corporate Finance Theory*. USA. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Nachrowi, Nachrowi D., & Usman, H. (2006). *Ekonometrika: Pendekatan populer dan praktis untuk analisis ekonomi dan keuangan*. Lembaga Penerbit Universitas Indonesia.
- Poterba, J., & Summers, L. (1988). *Mean reversion in stock prices*. Journal of Financial Economics, 22, 27-59.
- Sadka, R., & Scherbina, A. (2009). *Mispricing and Costly Arbitrage*. Journal of Investment Management, Vol. 7, No. 4, 1-13.
- Sears, S., & Trennepohl, G. (1993). *Investment management*. Orlando: The Dryden Press.
- Sudarsono, H. (2009). *Dampak krisis keuangan global terhadap perbankan di indonesia: Perbandingan antara bank konvensional dan bank syariah*. Jurnal Ekonomi Islam, Vol 3, No 1
- Suha, Faruq R. (2004). *Analisis efisiensi pasar di bursa efek jakarta*. Tesis Pasca Sarjana, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
- Trinugroho, I., & Rinofah, R. (2011). *The effect of mispricing on investment of indonesian firms: Do financial constraints matter?* Middle Eastern Finance and Economics, Issue 9, 4-23.
- Utama, S. (1992). *Uji efisiensi bentuk lemah dengan metode arima box-jenkins*. Manajemen dan Usahawan Di Indonesia.
- Wright, J. H. (2000). *Alternative variance-ratio tests using ranks and signs*. Journal of Business & Economic Statistics, 18(1), 1-9.

Lampiran 1. Daftar saham perusahaan yang memenuhi kriteria sampel

ASTRA INTERNATIONAL	ARWANA CITRAMULIA	INDOSAT	PANIN FINANCIAL
ASTRA OTOPARTS	DUTA PERTIWI NUSANTARA	CITRA MARGA NUSAPHALA PERSADA	PANIN INSURANCE
GAJAH TUNGGAL	EKADHARMA INTERNATIONAL	SAMUDERA INDONESIA	AGIS
GOODYEAR INDONESIA	ETERINDO WAHANATAMA	PELAYARAN TEMPURAN EMAS	AKR CORPORINDO
SELAMAT SEMPURNA	CHAROEN POKPHAND INDO.	BANK RAKYAT INDONESIA	ASTRA GRAPHIA
POLYCHEM INDONESIA	JAPFA COMFEED INDONESIA	ASURANSI DAYIN MITRA	BAKRIE & BROTHERS
INDOFOOD SUKSES MAKMUR	SORINI AGRO ASIA CRPR.	ASURANSI HARTA AMAN PRA.	BAYU BUANA
MAYORA INDAH	FAJAR SURYA WISESA	BANK ARTHA GRAHA INTSL.	BHAKTI INVESTAMA
ULTRAJAYA MILK IND.& TRCO.	INDAH KIAT PULP & PAPER	BANK CENTRAL ASIA	GLOBAL MEDIACOM
GUDANG GARAM	PABRIK KERTAS TJIWIKIMIA	BANK CIMB NIAGA	HEXINDO ADIPERKASA
BENTOEL INTL.INVESTAMA	SUMALINDO LESTARI JAYA	BANK ICB BUMIPUTERA	HOTEL SAHID JAYA INTL.
HM SAMPOERNA	SUPARMA	BANK MANDIRI	INDOSIAR KARYA MEDIA
MUSTIKA RATU	ALUMINDO LT.MTL.IND.	BANK NEGARA INDONESIA	INTRACO PENTA
MANDOM INDONESIA	INDAL ALUMINIUM INDUSTRY	BANK OCBC NISP	LAUTAN LUAS
UNILEVER INDONESIA	JAYA PARI STEEL	BANK PAN INDONESIA	MATAHARI PUTRA PRIMA
LANGGENG MAKMUR INDUSTRI	BERLINA	BANK PERMATA	METRODATA ELECTRONICS
SEMEN GRESIK	CHAMPION PACIFIC INDO.	BANK VICTORIA INTL.	MODERN INTERNASIONAL
HOLCIM INDONESIA	INTANWIJAYA INTSL.	BFI FINANCE INDONESIA	MULTIPOLAR
ICT.TUNGGAL PRAKARSA	PERUSAHAAN GAS NEGARA	CLIPAN FINANCE INDONESIA	PUDJIADI PRESTIGE
ASAHIMAS FLAT GLASS	TELEKOMUNIKASI INDONESIA	MASKAPAI REASI.INDO.	RAMAYANA LESTARI SENTOSA
TUNAS RIDEAN	BUMI RESOURCES	TIMAH	BAKRIE SUMATERA PLTNS.
UNITED TRACTORS	MEDCO ENERGI INTL.	VALE INDONESIA	PP LONDON SUMATRA INDO.
ANEKA TAMBANG	TAMBANG BTBR.BUKIT ASAM	ASTRA AGRO LESTARI	TUNAS BARU LAMPUNG

Lampiran 2 Output hasil regresi dengan software EVIEWS 6

Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Illiquidity*

Dependent Variable: RV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/15/12 Time: 21:09
 Sample: 2004M01 2011M12
 Periods included: 96
 Cross-sections included: 92
 Total panel (unbalanced) observations: 8750

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.154048	0.021266	7.243918	0.0000
BM	-0.003518	0.001640	-2.145509	0.0319
LNSIZE	-0.004571	0.000714	-6.405381	0.0000
ILLIQ	1.22E-05	4.81E-06	2.528064	0.0115

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.037236	Mean dependent var	0.021653
Adjusted R-squared	0.026330	S.D. dependent var	0.115041
S.E. of regression	0.113517	Akaike info criterion	-1.502486
Sum squared resid	111.4769	Schwarz criterion	-1.422417
Log likelihood	6672.376	Hannan-Quinn criter.	-1.475202
F-statistic	3.414198	Durbin-Watson stat	1.885316
Prob(F-statistic)	0.000000		

Hasil Estimasi *Random Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Illiquidity*

Dependent Variable: RV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/15/12 Time: 22:19
 Sample: 2004M01 2011M12
 Periods included: 96
 Cross-sections included: 92
 Total panel (unbalanced) observations: 8750
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.129611	0.024890	5.207416	0.0000
LNSIZE	-0.003736	0.000840	-4.445529	0.0000
BM	-0.002656	0.001758	-1.511295	0.1307
ILLIQ	1.27E-05	4.87E-06	2.597168	0.0094
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.008847	0.0059
Idiosyncratic random			0.114370	0.9941
Weighted Statistics				
R-squared	0.003454	Mean dependent var		0.017300
Adjusted R-squared	0.003112	S.D. dependent var		0.114599
S.E. of regression	0.114418	Sum squared resid		114.4983
F-statistic	10.10378	Durbin-Watson stat		1.885426
Prob(F-statistic)	0.000001			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.005333	Mean dependent var		0.021653
Sum squared resid	115.1709	Durbin-Watson stat		1.874414

Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Risk*

Dependent Variable: RV
Method: Panel Least Squares
Date: 05/15/12 Time: 23:39
Sample: 2004M01 2011M12
Periods included: 96
Cross-sections included: 92
Total panel (unbalanced) observations: 8678

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.150723	0.021712	6.941917	0.0000
LNSIZE	-0.004455	0.000728	-6.120699	0.0000
BM	-0.003648	0.001674	-2.179486	0.0293
RISK	1.54E-05	5.37E-06	2.866719	0.0042

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.037501	Mean dependent var	0.021748
Adjusted R-squared	0.026506	S.D. dependent var	0.115547
S.E. of regression	0.114005	Akaike info criterion	-1.493798
Sum squared resid	111.5034	Schwarz criterion	-1.413159
Log likelihood	6580.590	Hannan-Quinn criter.	-1.466309
F-statistic	3.410781	Durbin-Watson stat	1.887468
Prob(F-statistic)	0.000000		

Hasil Estimasi *Random Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Amihud Risk*

Dependent Variable: RV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/16/12 Time: 00:24
 Sample: 2004M01 2011M12
 Periods included: 96
 Cross-sections included: 92
 Total panel (unbalanced) observations: 8678
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.125921	0.025328	4.971587	0.0000
LNSIZE	-0.003608	0.000855	-4.221767	0.0000
BM	-0.002814	0.001798	-1.565306	0.1175
RISK	1.67E-05	5.50E-06	3.040452	0.0024

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.008924	0.0060
Idiosyncratic random		0.114857	0.9940

Weighted Statistics			
R-squared	0.003756	Mean dependent var	0.017386
Adjusted R-squared	0.003411	S.D. dependent var	0.115103
S.E. of regression	0.114902	Sum squared resid	114.5177
F-statistic	10.90017	Durbin-Watson stat	1.887646
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.005661	Mean dependent var	0.021748
Sum squared resid	115.1920	Durbin-Watson stat	1.876597

Hasil Estimasi *Fixed Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Share Turnover*

Dependent Variable: RV
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/16/12 Time: 00:32
 Sample: 2004M01 2011M12
 Periods included: 96
 Cross-sections included: 92
 Total panel (unbalanced) observations: 8753

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.159000	0.021117	7.529434	0.0000
LNSIZE	-0.004836	0.000709	-6.822645	0.0000
BM	-0.003121	0.001634	-1.909865	0.0562
STO	0.889902	0.102469	8.684591	0.0000

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.044771	Mean dependent var	0.021704
Adjusted R-squared	0.033953	S.D. dependent var	0.115097
S.E. of regression	0.113126	Akaike info criterion	-1.509388
Sum squared resid	110.7490	Schwarz criterion	-1.429342
Log likelihood	6704.836	Hannan-Quinn criter.	-1.482113
F-statistic	4.138806	Durbin-Watson stat	1.892224
Prob(F-statistic)	0.000000		

Hasil Estimasi *Random Effects Model* Dengan Ukuran Likuiditas *Share Turnover*

Dependent Variable: RV
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/16/12 Time: 00:47
 Sample: 2004M01 2011M12
 Periods included: 96
 Cross-sections included: 92
 Total panel (unbalanced) observations: 8753
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.132266	0.024829	5.327138	0.0000
LNSIZE	-0.003929	0.000839	-4.685937	0.0000
BM	-0.002120	0.001756	-1.207273	0.2274
STO	0.942659	0.105977	8.894970	0.0000
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.008958	0.0061
Idiosyncratic random			0.113921	0.9939
Weighted Statistics				
R-squared	0.011588	Mean dependent var		0.017236
Adjusted R-squared	0.011249	S.D. dependent var		0.114646
S.E. of regression	0.113997	Sum squared resid		113.6961
F-statistic	34.18968	Durbin-Watson stat		1.892381
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.013211	Mean dependent var		0.021704
Sum squared resid	114.4079	Durbin-Watson stat		1.880607

Lampiran 3 Representasi Model *Fixed/Random Effects*

Fixed Effects Dengan Ukuran Likuiditas Amihud Illiquidity

Estimation Command:

=====
LS(PER=F) RV C BM LNSIZE ILLIQ

Estimation Equation:

=====
 $RV = C(1) + C(2)*BM + C(3)*LNSIZE + C(4)*ILLIQ + [PER=F]$

Substituted Coefficients:

=====
 $RV = 0.154047561311 - 0.00351798206639*BM - 0.00457058223743*LNSIZE + 1.21563282578e-05*ILLIQ + [PER=F]$



Random Effects Dengan Ukuran Likuiditas Amihud Illiquidity

Estimation Command:

=====
LS(CX=R) RV LNSIZE BM ILLIQ

Estimation Equation:

=====
 $RV = C(1) + C(2)*LNSIZE + C(3)*BM + C(4)*ILLIQ + [CX=R]$

Substituted Coefficients:

=====
 $RV = 0.129611403008 - 0.0037362025488*LNSIZE -$
 $0.00265640508748*BM + 1.26611784234e-05*ILLIQ + [CX=R]$



Fixed Effects Dengan Ukuran Likuiditas Amihud Risk

Estimation Command:

=====
LS(PER=F) RV C LNSIZE BM RISK

Estimation Equation:

=====
RV = C(1) + C(2)*LNSIZE + C(3)*BM + C(4)*RISK+ [PER=F]

Substituted Coefficients:

=====
RV = 0.150722737306 - 0.00445475586382*LNSIZE -
0.00364796503385*BM + 1.54016843611e-05*RISK+ [PER=F]



Random Effects Dengan Ukuran Likuiditas Amihud Risk

Estimation Command:

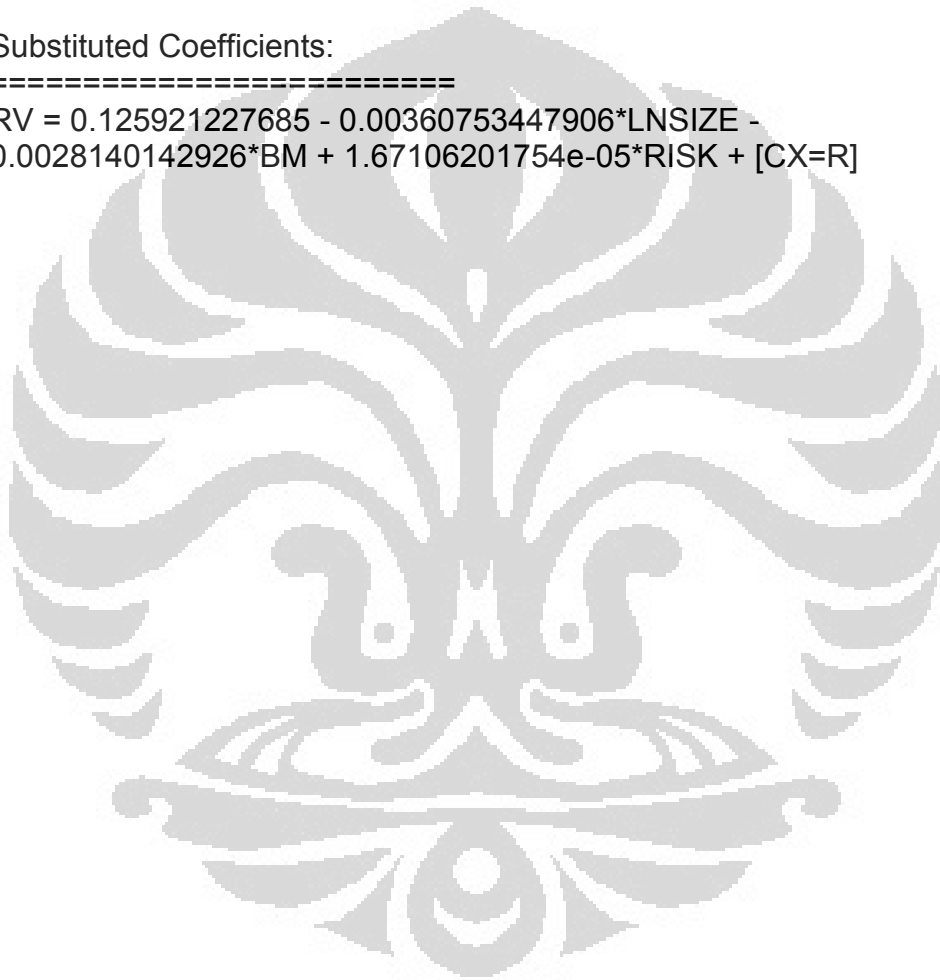
=====
LS(CX=R) RV C LNSIZE BM RISK

Estimation Equation:

=====
 $RV = C(1) + C(2)*LNSIZE + C(3)*BM + C(4)*RISK + [CX=R]$

Substituted Coefficients:

=====
 $RV = 0.125921227685 - 0.00360753447906*LNSIZE -$
 $0.0028140142926*BM + 1.67106201754e-05*RISK + [CX=R]$



Fixed Effects Dengan Ukuran Likuiditas Share Turnover

Estimation Command:

=====
LS(PER=F) RV C LNSIZE BM STO

Estimation Equation:

=====
 $RV = C(1) + C(2)*LNSIZE + C(3)*BM + C(4)*STO + [PER=F]$

Substituted Coefficients:

=====
 $RV = 0.159000005332 - 0.00483578006523*LNSIZE -$
 $0.00312106461513*BM + 0.889902378107*STO + [PER=F]$



Random Effects Dengan Ukuran Likuiditas Share Turnover

Estimation Command:

=====
LS(CX=R) RV C LNSIZE BM STO

Estimation Equation:

=====
 $RV = C(1) + C(2)*LNSIZE + C(3)*BM + C(4)*STO + [CX=R]$

Substituted Coefficients:

=====
 $RV = 0.132266106945 - 0.00392948054372*LNSIZE -$
 $0.00211985629673*BM + 0.942659040467*STO + [CX=R]$



Lampiran 4 Nilai *Fixed/Random Effects*

Period Fixed Effects Dengan Ukuran Likuiditas Amihud Illiquidity

DATEID	Effect	DATEID	Effect	DATEID	Effect
1/1/2004	0.004085	9/1/2006	-0.00419	5/1/2009	0.054744
2/1/2004	-0.00882	10/1/2006	-0.01318	6/1/2009	0.003969
3/1/2004	-0.01145	11/1/2006	-0.00113	7/1/2009	0.005784
4/1/2004	-0.01019	12/1/2006	-0.0008	8/1/2009	-0.00942
5/1/2004	-0.01624	1/1/2007	0.004700	9/1/2009	-0.00809
6/1/2004	-0.01268	2/1/2007	-0.00113	10/1/2009	-0.0083
7/1/2004	-0.00816	3/1/2007	-0.01009	11/1/2009	-0.01063
8/1/2004	-0.00864	4/1/2007	0.018325	12/1/2009	-0.01135
9/1/2004	-0.00737	5/1/2007	0.038530	1/1/2010	-0.00183
10/1/2004	0.035828	6/1/2007	-0.00469	2/1/2010	0.016366
11/1/2004	-0.00173	7/1/2007	0.004066	3/1/2010	0.019058
12/1/2004	-0.00355	8/1/2007	-0.00579	4/1/2010	0.089009
1/1/2005	-0.01175	9/1/2007	-0.00413	5/1/2010	-0.00532
2/1/2005	-0.00541	10/1/2007	0.000455	6/1/2010	0.000523
3/1/2005	-0.00463	11/1/2007	-0.01001	7/1/2010	0.012431
4/1/2005	-0.00752	12/1/2007	-0.01256	8/1/2010	-0.01037
5/1/2005	-0.00898	1/1/2008	-0.00519	9/1/2010	0.034004
6/1/2005	-0.01313	2/1/2008	-0.01338	10/1/2010	0.001041
7/1/2005	-0.01187	3/1/2008	-0.00683	11/1/2010	-0.0057
8/1/2005	-0.01335	4/1/2008	-0.00042	12/1/2010	-0.00727
9/1/2005	-0.01547	5/1/2008	0.128389	1/1/2011	-0.00596
10/1/2005	-0.01493	6/1/2008	0.016405	2/1/2011	0.018898
11/1/2005	-0.01505	7/1/2008	0.000478	3/1/2011	-0.01117
12/1/2005	-0.01256	8/1/2008	-0.01012	4/1/2011	-0.01076
1/1/2006	-0.01642	9/1/2008	-0.00824	5/1/2011	0.009637
2/1/2006	-0.01144	10/1/2008	-0.00078	6/1/2011	0.003243
3/1/2006	-0.01412	11/1/2008	0.010757	7/1/2011	0.004030
4/1/2006	-0.00743	12/1/2008	0.011284	8/1/2011	-0.01047
5/1/2006	-0.0141	1/1/2009	0.003955	9/1/2011	-0.00906
6/1/2006	-0.01042	2/1/2009	0.001250	10/1/2011	-0.00969
7/1/2006	-0.00661	3/1/2009	0.013297	11/1/2011	-0.00749
8/1/2006	-0.01202	4/1/2009	0.017503	12/1/2011	-0.01333

Cross Section Random Effects Dengan Ukuran Likuiditas Amihud Illiquidity

CROSSID	Effect	CROSSID	Effect	CROSSID	Effect
1	-0.0019	32	-0.00367	63	0.031391
2	-0.00089	33	0.000906	64	-0.00308
3	-0.00314	34	-0.00032	65	-0.00448
4	-0.00388	35	0.001792	66	0.001485
5	0.006971	36	-0.00603	67	-0.00317
6	0.006402	37	0.001699	68	0.010964
7	-0.0023	38	-0.00406	69	0.003197
8	-0.00355	39	-0.00065	70	0.00467
9	0.005257	40	-0.00147	71	-0.00228
10	-0.00097	41	-0.00252	72	0.016979
11	-0.00106	42	-0.00202	73	-0.00301
12	-0.00081	43	-0.00278	74	0.010882
13	-0.00768	44	-0.0024	75	-0.00276
14	-0.00649	45	-0.00165	76	-0.00406
15	-0.00233	46	0.00358	77	0.005301
16	0.006379	47	0.003014	78	-0.0004
17	-0.00217	48	0.001263	79	0.000749
18	-0.00282	49	-0.00187	80	-0.00307
19	-0.00208	50	-0.0028	81	-0.00471
20	-0.00326	51	0.002103	82	-0.00252
21	-0.00641	52	-0.00167	83	-0.00103
22	0.005359	53	-0.00048	84	0.00445
23	-0.00026	54	-0.00173	85	-0.00239
24	0.001479	55	-0.00293	86	-0.00137
25	0.001206	56	-0.00226	87	0.002327
26	0.003645	57	-0.00454	88	0.000609
27	-0.00497	58	-0.00343	89	-0.00152
28	-0.00358	59	-0.00379	90	0.000311
29	0.006942	60	-0.00131	91	-0.00216
30	0.002453	61	-0.00217	92	-0.00041
31	0.009278	62	-0.00357		

Period Fixed Effects Dengan Ukuran Likuiditas Amihud Risk

DATEID	Effect	DATEID	Effect	DATEID	Effect
1/1/2004	0.004064	9/1/2006	-0.00387	5/1/2009	0.054844
2/1/2004	-0.00866	10/1/2006	-0.01338	6/1/2009	0.004422
3/1/2004	-0.01163	11/1/2006	-0.00148	7/1/2009	0.005819
4/1/2004	-0.00987	12/1/2006	-0.00064	8/1/2009	-0.00956
5/1/2004	-0.0168	1/1/2007	0.005276	9/1/2009	-0.00838
6/1/2004	-0.01264	2/1/2007	-0.00057	10/1/2009	-0.00834
7/1/2004	-0.00854	3/1/2007	-0.00985	11/1/2009	-0.0061
8/1/2004	-0.01045	4/1/2007	0.018721	12/1/2009	-0.0108
9/1/2004	-0.00648	5/1/2007	0.038582	1/1/2010	-0.00219
10/1/2004	0.036116	6/1/2007	-0.00467	2/1/2010	0.017139
11/1/2004	-0.00187	7/1/2007	0.004065	3/1/2010	0.018922
12/1/2004	-0.00386	8/1/2007	-0.00598	4/1/2010	0.089012
1/1/2005	-0.01167	9/1/2007	-0.00442	5/1/2010	-0.00542
2/1/2005	-0.00526	10/1/2007	0.000232	6/1/2010	0.000288
3/1/2005	-0.0045	11/1/2007	-0.01044	7/1/2010	0.012271
4/1/2005	-0.00759	12/1/2007	-0.01402	8/1/2010	-0.01036
5/1/2005	-0.0091	1/1/2008	-0.00542	9/1/2010	0.033872
6/1/2005	-0.01341	2/1/2008	-0.01377	10/1/2010	0.000977
7/1/2005	-0.01197	3/1/2008	-0.00709	11/1/2010	-0.00579
8/1/2005	-0.0135	4/1/2008	-0.00011	12/1/2010	-0.00766
9/1/2005	-0.01562	5/1/2008	0.127869	1/1/2011	-0.00599
10/1/2005	-0.01514	6/1/2008	0.016224	2/1/2011	0.018797
11/1/2005	-0.01516	7/1/2008	0.000601	3/1/2011	-0.01129
12/1/2005	-0.0128	8/1/2008	-0.01028	4/1/2011	-0.01056
1/1/2006	-0.01623	9/1/2008	-0.00861	5/1/2011	0.009607
2/1/2006	-0.01156	10/1/2008	-0.00139	6/1/2011	0.003496
3/1/2006	-0.01382	11/1/2008	0.010808	7/1/2011	0.003946
4/1/2006	-0.00761	12/1/2008	0.011969	8/1/2011	-0.01051
5/1/2006	-0.01427	1/1/2009	0.003907	9/1/2011	-0.00915
6/1/2006	-0.01085	2/1/2009	0.002004	10/1/2011	-0.00958
7/1/2006	-0.00677	3/1/2009	0.013529	11/1/2011	-0.00748
8/1/2006	-0.01221	4/1/2009	0.017773	12/1/2011	-0.01336

Cross Section Random Effects Dengan Ukuran Likuiditas Amihud Risk

CROSSID	Effect	CROSSID	Effect	CROSSID	Effect
1	-0.002044	32	-0.003642	63	0.031655
2	-0.000859	33	0.001008	64	-0.003031
3	-0.003074	34	-0.000462	65	-0.004383
4	-0.003524	35	0.001979	66	0.001528
5	0.007281	36	-0.005983	67	-0.004379
6	0.006559	37	0.001694	68	0.011073
7	-0.00237	38	-0.003883	69	0.003239
8	-0.003496	39	-0.000763	70	0.004759
9	0.005392	40	-0.001645	71	-0.0026
10	-0.001046	41	-0.00261	72	0.017186
11	-0.001038	42	-0.001977	73	-0.002969
12	-0.000948	43	-0.002623	74	0.011097
13	-0.007556	44	-0.00238	75	-0.002725
14	-0.006449	45	-0.001783	76	-0.004024
15	-0.002475	46	0.00416	77	0.005345
16	0.005168	47	0.001692	78	-0.000164
17	-0.002262	48	0.000433	79	0.000739
18	-0.002849	49	-0.002014	80	-0.003092
19	-0.002166	50	-0.002874	81	-0.004741
20	-0.003185	51	0.001103	82	-0.002603
21	-0.006448	52	-0.001785	83	-0.001074
22	0.006368	53	-0.000593	84	0.004333
23	-9.78E-06	54	-0.00171	85	-0.002422
24	0.001554	55	-0.002972	86	-0.001429
25	0.001266	56	-0.002316	87	0.002371
26	0.003501	57	-0.002946	88	0.000539
27	-0.004727	58	-0.003149	89	-0.001599
28	-0.003411	59	-0.003701	90	0.000389
29	0.007123	60	-0.001411	91	-0.002174
30	0.002635	61	-0.002131	92	-0.000318
31	0.009371	62	-0.003525		

Period Fixed Effects Dengan Ukuran Likuiditas Share Turnover

DATEID	Effect	DATEID	Effect	DATEID	Effect
1/1/2004	0.000406	9/1/2006	-0.003764	5/1/2009	0.053771
2/1/2004	-0.010116	10/1/2006	-0.012427	6/1/2009	0.004065
3/1/2004	-0.012099	11/1/2006	-0.001732	7/1/2009	0.006024
4/1/2004	-0.011865	12/1/2006	-0.002931	8/1/2009	-0.00911
5/1/2004	-0.016023	1/1/2007	-0.000239	9/1/2009	-0.007172
6/1/2004	-0.012251	2/1/2007	-0.005845	10/1/2009	-0.007494
7/1/2004	-0.007837	3/1/2007	-0.015298	11/1/2009	-0.005463
8/1/2004	-0.008186	4/1/2007	0.013113	12/1/2009	-0.009196
9/1/2004	-0.005891	5/1/2007	0.035376	1/1/2010	-0.00118
10/1/2004	0.03553	6/1/2007	-0.006414	2/1/2010	0.01757
11/1/2004	-0.002977	7/1/2007	0.003113	3/1/2010	0.019752
12/1/2004	-0.004032	8/1/2007	-0.008234	4/1/2010	0.089672
1/1/2005	-0.0115	9/1/2007	-0.004437	5/1/2010	-0.004595
2/1/2005	-0.00581	10/1/2007	-0.000783	6/1/2010	0.001513
3/1/2005	-0.006098	11/1/2007	-0.011523	7/1/2010	0.013283
4/1/2005	-0.008772	12/1/2007	-0.01247	8/1/2010	-0.009865
5/1/2005	-0.009125	1/1/2008	-0.005661	9/1/2010	0.033639
6/1/2005	-0.013018	2/1/2008	-0.012922	10/1/2010	0.000662
7/1/2005	-0.011251	3/1/2008	-0.007246	11/1/2010	-0.006168
8/1/2005	-0.013365	4/1/2008	0.000251	12/1/2010	-0.006025
9/1/2005	-0.015041	5/1/2008	0.128445	1/1/2011	-0.004768
10/1/2005	-0.014182	6/1/2008	0.0169	2/1/2011	0.020344
11/1/2005	-0.014022	7/1/2008	0.001101	3/1/2011	-0.010256
12/1/2005	-0.012087	8/1/2008	-0.009207	4/1/2011	-0.009961
1/1/2006	-0.016368	9/1/2008	-0.007497	5/1/2011	0.010449
2/1/2006	-0.011058	10/1/2008	-0.000221	6/1/2011	0.004353
3/1/2006	-0.013809	11/1/2008	0.011832	7/1/2011	0.005044
4/1/2006	-0.008103	12/1/2008	0.013231	8/1/2011	-0.009784
5/1/2006	-0.014899	1/1/2009	0.005447	9/1/2011	-0.007784
6/1/2006	-0.009676	2/1/2009	0.002201	10/1/2011	-0.008498
7/1/2006	-0.005787	3/1/2009	0.013837	11/1/2011	-0.006005
8/1/2006	-0.011286	4/1/2009	0.016811	12/1/2011	-0.011479

Cross Section Random Effects Dengan Ukuran Likuiditas Share Turnover

CROSSID	Effect	CROSSID	Effect	CROSSID	Effect
1	-0.001194	32	-0.003423	63	0.030259
2	-0.000369	33	0.001211	64	-0.004301
3	-0.003159	34	-0.000238	65	-0.004441
4	-0.003264	35	-0.000568	66	0.0012
5	0.007757	36	-0.005951	67	-0.002771
6	0.006704	37	0.001606	68	0.010839
7	-0.002027	38	-0.004427	69	0.003726
8	-0.002935	39	-0.001984	70	0.00472
9	0.006254	40	-0.000555	71	-0.001843
10	-1.18E-05	41	-0.001952	72	0.018061
11	-0.00037	42	-0.001782	73	-0.006222
12	0.000353	43	-0.00237	74	0.011124
13	-0.007615	44	-0.001892	75	-0.002153
14	-0.005774	45	-0.00132	76	-0.004187
15	-0.001172	46	0.004078	77	0.006079
16	0.009124	47	0.003306	78	-0.000233
17	-0.001634	48	0.002038	79	0.00096
18	-0.00231	49	-0.001132	80	-0.002333
19	-0.001227	50	-0.002435	81	-0.005558
20	-0.002665	51	0.004705	82	-0.002271
21	-0.005825	52	-0.001158	83	-0.003393
22	0.00602	53	0.000376	84	0.003368
23	-0.000182	54	-0.000816	85	-0.002156
24	0.001476	55	-0.0022	86	-0.00145
25	-0.001643	56	-0.001339	87	-0.012098
26	0.004286	57	-0.002397	88	-5.10E-05
27	-0.005442	58	-0.002985	89	-0.000766
28	-0.002737	59	-0.004271	90	-0.002802
29	0.006815	60	-0.000667	91	-0.005845
30	0.002708	61	-0.001803	92	-0.000614
31	0.008816	62	-0.003261		

LAMPIRAN 5 Sampel data variabel penelitian

<i>No</i>	<i>Company</i>	<i>Month</i>	<i>Res_Var</i>	<i>Ln_Size</i>	<i>Book to market</i>	<i>Amihud_Illiquidity</i>	<i>Amihud_Risk</i>	<i>Share_Turnover</i>
1	ASTRA INTERNATIONAL	Jan-04	0.0070452	30.730931	0.7407407	0.0004273	0.0002328	0.002507
		Feb-04	0.0002656	30.719955	0.7490742	0.0003138	0.0002394	0.0029116
		Mar-04	0.0010472	30.706044	0.7633588	0.0004861	0.0003967	0.0014094
		Apr-04	0.000607	30.751719	0.729927	0.0002837	0.0003717	0.0026171
		May-04	0.0089907	30.769648	0.7142857	0.0004978	0.000417	0.0023856
		Jun-04	0.0029108	30.734078	0.7407407	0.0001818	0.0002833	0.0009725
		Jul-04	0.0043954	30.760986	0.7194245	0.000298	0.0004656	0.0016461
		Aug-04	0.0160352	30.787188	0.7042254	0.0002749	0.0002427	0.0013901
		Sep-04	0.0060466	30.938873	0.6024096	0.0001818	0.0005075	0.0019754
		Oct-04	0.0055106	31.089845	0.5181347	0.0001279	0.0001268	0.0022822
		Nov-04	0.0018873	31.175262	0.4761905	0.0001658	0.0001558	0.0029797
		Dec-04	0.0011379	31.291094	0.4237288	0.0002752	0.0001937	0.001406
		Jan-05	0.0004015	31.331916	0.5050505	0.0001945	0.0001693	0.0012586
		Feb-05	0.0010945	31.380706	0.4807692	0.0004294	0.0003985	0.0012138
		Mar-05	0.001443	31.413496	0.4651163	0.0002093	0.0001646	0.001282
		Apr-05	0.0018454	31.408877	0.4672897	0.0002622	0.0007389	0.0008139
		May-05	3.803E-05	31.427226	0.4587156	0.0003704	0.0007589	0.0006451
		Jun-05	5.418E-06	31.574855	0.3952631	0.0002375	0.0004159	0.0007874
		Jul-05	0.0018181	31.570933	0.3968254	0.0003232	0.0003285	0.0007613
		Aug-05	0.0097054	31.408877	0.4672897	0.0001428	0.0001361	0.0027366
		Sep-05	0.0069705	31.331916	0.5050505	0.0002029	0.0001203	0.0031056
		Oct-05	0.0002054	31.264707	0.5405405	0.0002188	0.000295	0.00152
		Nov-05	0.0007182	31.240345	0.5540209	0.0002466	0.000201	0.0018459
		Dec-05	0.0028366	31.351718	0.4950495	0.000309	0.0003112	0.0013231
		Jan-06	6.82E-05	31.390141	0.5208899	0.0002536	0.0004057	0.0012963
		Feb-06	0.0011978	31.311714	0.5649718	0.0002228	0.0001554	0.0013983
		Mar-06	0.0026812	31.385457	0.5235602	0.0002991	0.0004661	0.0016525
		Apr-06	0.0055138	31.501659	0.4672897	0.0002952	0.0001887	0.0016526
		May-06	0.0021167	31.413496	0.5102041	0.0002444	0.0001677	0.0022925
		Jun-06	0.0012804	31.272693	0.5865153	0.0002474	0.0002162	0.0020527
		Jul-06	0.0116146	31.291094	0.5747126	0.000185	0.0001966	0.0017859
		Aug-06	0.0032079	31.445245	0.4926108	0.0001458	0.0002842	0.0028819
		Sep-06	5.005E-05	31.514238	0.4608295	0.0001452	0.0002214	0.0010822
		Oct-06	0.0019828	31.264707	0.5405405	0.0002188	0.000295	0.00152
		Nov-06	0.003865	31.723953	0.3731395	0.0002944	0.0002795	0.0011235
		Dec-06	0.0060112	31.79879	0.3460208	0.0001327	0.0003833	0.0009535
		Jan-07	0.0007281	31.779802	0.4255319	0.0002013	0.0001906	0.001172
		Feb-07	5.362E-05	31.727325	0.4484395	0.0001803	0.0004602	0.0012861
		Mar-07	0.0061941	31.637559	0.4914035	0.0001787	0.0001137	0.0018349

Apr-07	5.924E-06	31.654	0.4830918	0.0001118	9.48E-05	0.0021794
May-07	0.0060489	31.79879	0.41841	0.0001329	0.0001614	0.0012311
Jun-07	0.0001547	31.835717	0.4032258	0.0001612	0.0001552	0.0009814
Jul-07	0.0003564	31.945727	0.3603709	0.0001301	0.0001543	0.0012678
Aug-07	3.235E-05	31.882924	0.3831418	0.0001944	0.0001341	0.0013651
Sep-07	0.0003968	31.933463	0.3649829	0.0001171	0.000116	0.0008726
Oct-07	0.0339065	32.142847	0.295858	0.0002749	0.0002175	0.0013305
Nov-07	0.0034521	32.221863	0.273224	0.0001834	0.0001752	0.0011773
Dec-07	1.762E-06	32.317734	0.2487562	0.0001887	0.0002297	0.0010308
Jan-08	0.0021905	32.313995	0.3058104	0.0001474	0.000175	0.0024779
Feb-08	4.304E-05	32.325168	0.3030303	0.0001165	9.574E-05	0.0011002
Mar-08	0.0001712	32.211543	0.3389831	0.0001044	0.0001111	0.0016306
Apr-08	0.0076727	32.012481	0.4140804	6.656E-05	9.575E-05	0.0030665
May-08	0.0014117	32.075043	0.388351	0.0001795	9.816E-05	0.0013881
Jun-08	0.0034774	32.00995	0.4149378	0.000103	9.727E-05	0.0009878
Jul-08	0.0384004	32.037486	0.4032258	0.0002235	0.0001846	0.0007992
Aug-08	0.0002546	32.025064	0.4081633	0.0002711	0.0003931	0.0004801
Sep-08	7.982E-05	31.894381	0.466203	0.0002388	0.0003718	0.0010094
Oct-08	0.0021462	31.578776	0.6369427	0.0008909	0.0023064	0.0018424
Nov-08	0.0001726	31.283165	0.8585114	0.0005594	0.0014236	0.0016699
Dec-08	0.0015033	31.385457	0.7751938	0.0004931	0.0004713	0.0017308
Jan-09	0.0610015	31.559052	0.7874016	0.0004135	0.0003985	0.0011447
Feb-09	0.0092243	31.445205	0.8772605	0.0003672	0.0002301	0.0008365
Mar-09	0.0142091	31.598112	0.7547277	0.00046	0.0003962	0.0010317
Apr-09	0.006103	31.76694	0.6369427	0.0002212	0.0002794	0.0014645
May-09	0.0005981	31.989436	0.5102041	0.0002075	0.0002994	0.0015406
Jun-09	0.0032988	32.184193	0.4201755	0.0001533	0.0001975	0.0012097
Jul-09	0.0032297	32.317734	0.3676471	0.0001312	0.0001331	0.0011277
Aug-09	0.0003357	32.428861	0.3289474	0.000105	0.0001066	0.0010252
Sep-09	2.877E-06	32.480109	0.3125031	0.0002295	0.000144	0.0007203
Oct-09	0.0002486	32.527352	0.2980633	9.771E-05	9.126E-05	0.0009637
Nov-09	7.547E-05	32.505945	0.304878	7.455E-05	9.699E-05	0.0010283
Dec-09	0.0001415	32.555692	0.2898551	0.0001	0.0001006	0.0005853
Jan-10	0.0001512	32.593214	0.3448276	0.0001114	7.077E-05	0.0007368
Feb-10	0.0012443	32.603781	0.3412969	0.0001239	0.0001062	0.0007166
Mar-10	0.0001903	32.720708	0.3039514	8.763E-05	6.987E-05	0.0007844
Apr-10	0.000215	32.832632	0.2713829	0.0001162	7.287E-05	0.000727
May-10	3.081E-05	32.764617	0.2906977	9.525E-05	6.929E-05	0.0016053
Jun-10	0.0008928	32.86284	0.2635087	8.831E-05	5.667E-05	0.0008155
Jul-10	0.000941	32.933317	0.2457017	8.163E-05	5.989E-05	0.0006609
Aug-10	0.0042979	32.906763	0.2518892	6.403E-05	3.864E-05	0.0009398
Sep-10	0.0002204	33.029363	0.2232154	7.195E-05	5.348E-05	0.0009495
Oct-10	0.0072517	33.071505	0.2136752	4E-05	5.899E-05	0.0006624
Nov-10	0.004143	33.051098	0.2183448	5.491E-05	4.749E-05	0.0008674

	Dec-10	1.721E-07	32.997734	0.2304147	5.268E-05	4.517E-05	0.0010321
	Jan-11	6.625E-06	32.919108	0.3058104	4.809E-05	0.040309	0.0016693
	Feb-11	0.0026729	32.931808	0.3012048	3.374E-05	3.917E-05	0.0012546
	Mar-11	0.000237	33.037573	0.2710027	6.317E-05	6.064E-05	0.0007503
	Apr-11	0.006188	33.051105	0.2673797	6.297E-05	4.483E-05	0.0008642
	May-11	0.0010563	33.10049	0.2547775	5.451E-05	4.578E-05	0.0006393
	Jun-11	0.0024093	33.108561	0.2525253	7.152E-05	4.311E-05	0.0007448
	Jul-11	2.869E-06	33.283524	0.2123142	9.634E-05	4.487E-05	0.000674
	Aug-11	0.0006101	33.239976	0.2217295	2.454E-05	3.366E-05	0.0013677
	Sep-11	0.0028594	33.213661	0.2275339	6.189E-05	4.107E-05	0.001389
	Oct-11	0.0001538	33.245893	0.2202643	8.138E-05	6.279E-05	0.0009656
	Nov-11	0.0021529	33.265609	0.2159827	0.0001084	6.071E-05	0.0005736
	Dec-11	0.000138	33.31979	0.204499	8.007E-05	4.829E-05	0.000455
ASTRA							
2	OTOPARTS						
	Jan-04	0.0053796	27.852243	1.1235955	0.0039608	0.0683135	0.0030344
	Feb-04	0.0012592	27.823006	1.1494253	0.0871545	9.4479472	0.0003136
	Mar-04	0.0097463	27.689592	1.3157895	0.065323	5.6454671	0.0004885
	Apr-04	9.608E-05	27.724684	1.2658228	0.063488	0.4627728	0.0014507
	May-04	0.0031795	27.615484	1.4285714	0.0665087	0.2462987	0.0006404
	Jun-04	0.0047465	27.576264	1.4705882	0	0.2925854	0.0004852
	Jul-04	0.0018755	27.586165	1.4599318	0.0845782	0.2529393	0.0009441
	Aug-04	0.0415981	27.759345	1.2345679	0.0004153	0.0098296	0.0123919
	Sep-04	0.0001658	27.818794	1.156108	0.0023779	0.0823517	0.0065603
	Oct-04	0.0013108	27.903695	1.0638298	0.0049263	0.1161292	0.0066429
	Nov-04	2.31E-06	27.975422	0.990099	0.0023978	0.007939	0.0155899
	Dec-04	0.0022926	28.00748	0.9615385	0.0096035	0.0278867	0.0039454
	Jan-05	0.0048859	28.085718	1.0416667	0.0079473	0.01424	0.0048137
	Feb-05	0.0265971	28.294881	0.8403955	0.007903	0.0092712	0.0035927
	Mar-05	0.0003032	28.362611	0.7874016	0.0090258	0.0438568	0.0018544
	Apr-05	0.0050771	28.285835	0.8474576	0.0214641	0.0437772	0.0012079
	May-05	0.0067077	28.336239	0.8064516	0.0086946	0.057221	0.0020489
	Jun-05	0.0012678	28.486299	0.6944444	0.0122568	0.1129295	0.0012838
	Jul-05	1.459E-05	28.50256	0.6849315	0	0.1370781	0.0002577
	Aug-05	0.0107081	28.526465	0.6666667	0.0525325	0.1097366	0.0006484
	Sep-05	0.0094658	28.494463	0.6896552	0.0470223	0.9053903	0.0018122
	Oct-05	0.0012054	28.51856	0.6756757	0.0698194	0.272068	0.0003242
	Nov-05	0.0052944	28.494463	0.6896552	0.0567421	1.363123	0.0007456
	Dec-05	0.0161225	28.44016	0.7272823	0.0836901	0.6993853	0.0002496
	Jan-06	0.0089916	28.414071	0.8510792	0.0330979	0.3348323	0.0001718
	Feb-06	0.0002054	28.444452	0.8264463	0.0716442	0.8311858	0.000261
	Mar-06	0.0019749	28.409666	0.8547009	0.0258759	0.150131	0.0004571
	Apr-06	0.0045165	28.46977	0.8064516	0.0063213	0.0158848	0.002104
	May-06	0.0009134	28.452963	0.8196721	0.0943841	0.8823383	0.0002804
	Jun-06	0.0019695	28.391808	0.8695652	0.9726113	11.513269	4.214E-05
	Jul-06	0.0028199	28.391808	0.8695652	0.6297254	1.6149983	6.808E-05

Aug-06	0.0058845	28.364409	0.8928571	0.1505355	10.53303	4.863E-05
Sep-06	0.0008132	28.345717	0.9090909	0.0248697	0.2212831	0.0004085
Oct-06	0.0036001	28.51856	0.6756757	0.0698194	0.272068	0.0003242
Nov-06	0.0103896	28.364409	0.8928571	0.0339789	1.9465355	0.0004539
Dec-06	0.0061492	28.391808	0.8695652	0.0149167	0.6832626	0.000509
Jan-07	0.0001284	28.382759	1.0638298	0.0111523	0.8689889	0.0004247
Feb-07	0.0021714	28.364409	1.0869565	0.0281664	0.4381058	0.0002869
Mar-07	0.0067781	28.345717	1.1111111	0.0755742	5.3871591	0.0002739
Apr-07	0.0001973	28.364409	1.0869565	0.021119	0.8174624	0.0005463
May-07	0.0002336	28.461401	0.990099	0.0116128	0.5410831	0.0008915
Jun-07	0.0033515	28.461401	0.990099	0.0177981	0.261575	0.0007781
Jul-07	0.0019761	28.461401	0.990099	0.0275807	0.4452236	0.0006532
Aug-07	0.01051	28.486299	0.9615385	0.0302665	0.0433112	0.0010293
Sep-07	0.0001128	28.486299	0.9615385	0.0191657	0.0809168	0.0008267
Oct-07	0.002939	28.580118	0.877193	0.012111	0.0720531	0.0012384
Nov-07	0.0023109	28.549813	0.9009009	0.0196885	1.0944531	0.0006808
Dec-07	4.993E-05	28.549813	0.9009009	0.0534232	0.8814118	0.0001864
Jan-08	7.032E-05	28.534308	1.0752688	0.0294686	0.3946418	0.0006711
Feb-08	0.0001337	28.549813	1.0638298	0.0158932	0.6470243	0.0017376
Mar-08	0.0056031	28.56508	1.0416667	0.1901874	2.5333896	0.0002561
Apr-08	0.0080577	28.594933	1.010101	0.0169078	2.2326851	0.0006484
May-08	0.0002684	28.672688	0.9346611	0.0191675	0.0220514	0.001548
Jun-08	2.272E-07	28.699558	0.9090909	0.0363995	0.0661103	0.000214
Jul-08	0.0511971	28.692913	0.9174312	0.0325403	3.4253124	0.0001199
Aug-08	0.0008288	28.886285	0.7575758	0.0555431	0.686911	0.0001783
Sep-08	3.607E-05	28.763682	0.8547009	0.4059128	2.1937234	8.105E-05
Oct-08	0.0075605	28.67949	0.9259259	0.6935742	3.3362197	0.0001232
Nov-08	0.0806464	28.400777	1.2345679	2.6683519	8.6144867	6.808E-05
Dec-08	0.0009493	28.51856	1.0869565	2.5396825	11.427296	1.621E-05
Jan-09	0.0064969	28.56508	1.2658228	1.0424789	1.1237273	4.863E-05
Feb-09	0.0062781	28.46977	1.3888889	0.3734827	3.5104025	4.539E-05
Mar-09	0.0214269	28.435868	1.4285714	0	0.1692359	0.0001394
Apr-09	0.0070466	28.46977	1.3888889	0.0683412	0.0734643	0.0003534
May-09	2.973E-05	28.56508	1.2658228	0.3062554	0.6565722	0.0001102
Jun-09	0.0121128	28.549813	1.2820513	0.0712608	1.6615459	0.0001054
Jul-09	0.0008859	28.557476	1.2658228	0.1052425	3.1462623	7.781E-05
Aug-09	0.0900628	28.929302	0.877193	0.0736225	0.1869615	0.0003339
Sep-09	0.0185782	28.965469	0.8438969	0.0174104	0.0908471	0.0001783
Oct-09	0.0006416	28.952681	0.8547633	0.1162056	0.8934027	5.349E-05
Nov-09	0.0216198	29.000398	0.8130081	0.1762363	0.3399837	0.000107
Dec-09	0.0032317	29.120358	0.7246377	0.2565089	0.7771661	4.539E-05
Jan-10	0.0087591	29.227456	0.78125	0.0654403	0.6722848	0.0001653
Feb-10	0.0001342	29.211707	0.7936508	0.2570116	0.8260635	0.0001086
Mar-10	0.0008169	29.309899	0.7194245	0.0338941	0.2374974	0.0002123

Apr-10	0.9614029	29.451965	0.6252435	0.013923	0.0380536	0.0009466
May-10	0.0062215	29.939946	0.3831418	0.0063929	0.0135707	0.0021818
Jun-10	3.336E-06	29.960798	0.3752358	0.0042608	0.0066707	0.0011525
Jul-10	0.0226661	30.090805	0.3294902	0.0051536	0.0043089	0.000804
Aug-10	0.000194	30.202898	0.2945514	0.00819	0.0041914	0.0008948
Sep-10	0.0046323	30.243307	0.282886	0.0058838	0.0047111	0.0004214
Oct-10	0.0050577	30.244722	0.2824859	0.0038012	0.0121882	0.0004117
Nov-10	0.0008143	30.185067	0.2998507	0.0075552	0.032102	0.0005479
Dec-10	0.0305395	30.105526	0.3246753	0.0066305	0.0145916	0.0007343
Jan-11	0.0001644	29.939946	0.4385965	0.0251798	0.0307976	0.0003047
Feb-11	0.0038601	29.910788	0.4524887	0.0241298	0.0491881	0.0001475
Mar-11	0.0014098	29.981228	0.4219409	0.0485625	0.0241007	0.0001556
Apr-11	0.0171392	30.149976	0.3558719	0.0052184	0.0049036	0.0007554
May-11	0.0009567	30.174518	0.3472222	0.008393	0.0069608	0.0003112
Jun-11	0.0004633	30.149976	0.3558719	0.0113281	0.0314141	0.0001199
Jul-11	0.0003613	30.403704	0.2762431	0.0015214	0.0017269	0.0004719
Aug-11	1.058E-05	30.315596	0.3021148	0.0035612	0.0047473	0.0002488
Sep-11	0.013284	30.261433	0.319045	0.0110221	0.0211149	9.168E-05
Oct-11	0.0014479	30.159251	0.3533569	0.0145284	0.0277639	7.677E-05
Nov-11	9.847E-07	30.139825	0.3597169	0.0136343	0.0263483	4.973E-05
Dec-11	0.0018684	30.143746	0.3584229	0.0208063	0.0293833	3.942E-05

