



UNIVERSITAS INDONESIA

**DAMPAK PUBLIKASI *EQUITY RESEARCH REPORT* ANALIS
PEFINDO TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM**

TESIS

FLAVIA MIANASARI

0906621256

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
JAKARTA
DESEMBER 2010**



UNIVERSITAS INDONESIA

**DAMPAK PUBLIKASI *EQUITY RESEARCH REPORT* ANALIS
PEFINDO TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen**

FLAVIA MIANASARI

0906621256

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
DESEMBER 2010**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Flavia Mianasari

NPM : 0906621256

Tanda Tangan :



Tanggal : 19 November 2010

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Flavia Mianasari
NPM : 0906621256
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Dampak Publikasi *Equity Research Report* Analisis PEFINDO terhadap Likuiditas Saham

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

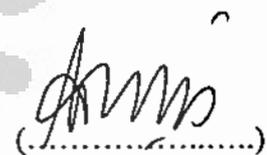
DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Irwan Adi Ekaputra



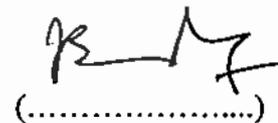
(.....)

Penguji : Dr. Dewi Hanggraeni, MBA



(.....)

Penguji : Budi Frensidy, MCom



(.....)

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 6 Desember 2010

KATA PENGANTAR

Tak henti kpuanjatkan puji dan syukur kepada Allah SWT atas segala kasih sayang, anugerah, rahmat serta segala kemudahan yang Ia berikan, sehingga saya dapat menyelesaikan tugas akhir ini dengan sebaik-baiknya. Dalam kesempatan ini saya ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Dr. Irwan Adi Ekaputra selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktunya untuk membimbing, mengarahkan dan memberi masukan-masukan berharga pada penulisan Karya Akhir ini. Terima kasih atas segala waktu dan kesabaran yang diberikan dalam mengajarkan dan membimbing penulis.
2. Prof. Rhenald Kasali, Ph.D selaku Ketua Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
3. John Daniel Rembeth, MBA selaku mentor yang sudah banyak memberikan masukan berharga bagi penulis.
4. Dr. Tengku Ezni Balqiah, ME selaku dosen penasihat akademik dan sekretaris program Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.
5. Elevita Yuniati, MSM selaku editor dalam penyelesaian penelitian ini yang telah memberikan arahan dan pembenaran dalam menuliskan penelitian ini
6. Seluruh dosen dan staf karyawan Program Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia yang telah membantu selama proses perkuliahan berlangsung.
7. Ibuku tercinta Toty Mirawaty yang tiada henti memberikan kasih sayangnya serta melindungi dan membimbing penulis dalam setiap doa dan nafasnya. Ayahku tersayang Abdul Haris yang selalu mendukung dan memperhatikan penulis dalam mengerjakan karya akhir ini.

8. Kakakku tersayang Becquini Akbar dan adikku tersayang Muhammad Raja Ihsan yang selalu menemani penulis dalam suka dan duka serta selalu memberikan keceriaan di hati penulis
9. Terimakasih untuk teman istimewa Fandy Wirawan atas segala kasih sayang dan perhatiannya selama kurang lebih tiga setengah tahun menemani penulis
10. Terimakasihku kepada teman-teman Kelas A091 selama menjalani kuliah dan Karya Akhir yang terus memberikan dukungannya : Ira, Ajeng, Dian, Cinmi, Tya, Edi, Ghaida, Enggar, Mba Ani, Mba Arum, Gita, Agnes, Pongo, Dafi, Albert, Aldila, Dedi, Hanikko, Edo, Alan, Aldo, Atep, Ganggas, Anthony. Juga teman mentoringku Renya, Shindy dan Karima dan semua teman-teman di kelas B091.

Mohon maaf penulis ucapkan apabila terdapat kesalahan dalam Tugas Akhir ini. Akhir kata, semoga Tugas Akhir ini dapat memberikan manfaat bagi para pembacanya terutama bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

Jakarta, 19 November 2010



Flavia Mianasari

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

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

Nama : Flavia Mianasari
NPM : 0906621256
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 Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**DAMPAK PUBLIKASI *EQUITY RESEARCH REPORT* ANALIS
PEFINDO TERHADAP LIKUIDITAS SAHAM**

Beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini, Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/memformat, mengelola dalam bentuk pusat data (database), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari 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: 19 November 2010

Yang menyatakan



(Flavia Mianasari)

ABSTRAK

Nama : Flavia Mianasari
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Dampak Publikasi *Equity Research Report* Analisis PEFINDO terhadap Likuiditas Saham

Penelitian ini bertujuan untuk mempelajari apakah publikasi *equity research report* di laman PT PEFINDO selama periode Februari 2009 hingga April 2010 berhasil meningkatkan likuiditas saham. Data-data saham baik harga, *volume*, *bid-offer* dan semua data yang digunakan dalam penelitian diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan merupakan data *closing* harian. Dari dua metode pengujian yang dilakukan terhadap likuiditas dengan *proxy bid ask spread* dan *percentage of zero return* yang diuji baik dengan uji t maupun regresi *cross sectional*, hasilnya sama-sama menunjukkan bahwa publikasi *equity research report* yang dilakukan di laman PEFINDO belum mampu meningkatkan likuiditas saham.

Kata kunci : Likuiditas, *Bid Ask Spread*, *Percentage of Zero Return*

ABSTRACT

Name : Flavia Mianasari
Study Program : Master of Management
Title : The Impact of PEFINDO's Equity Research Report to Stock Liquidity

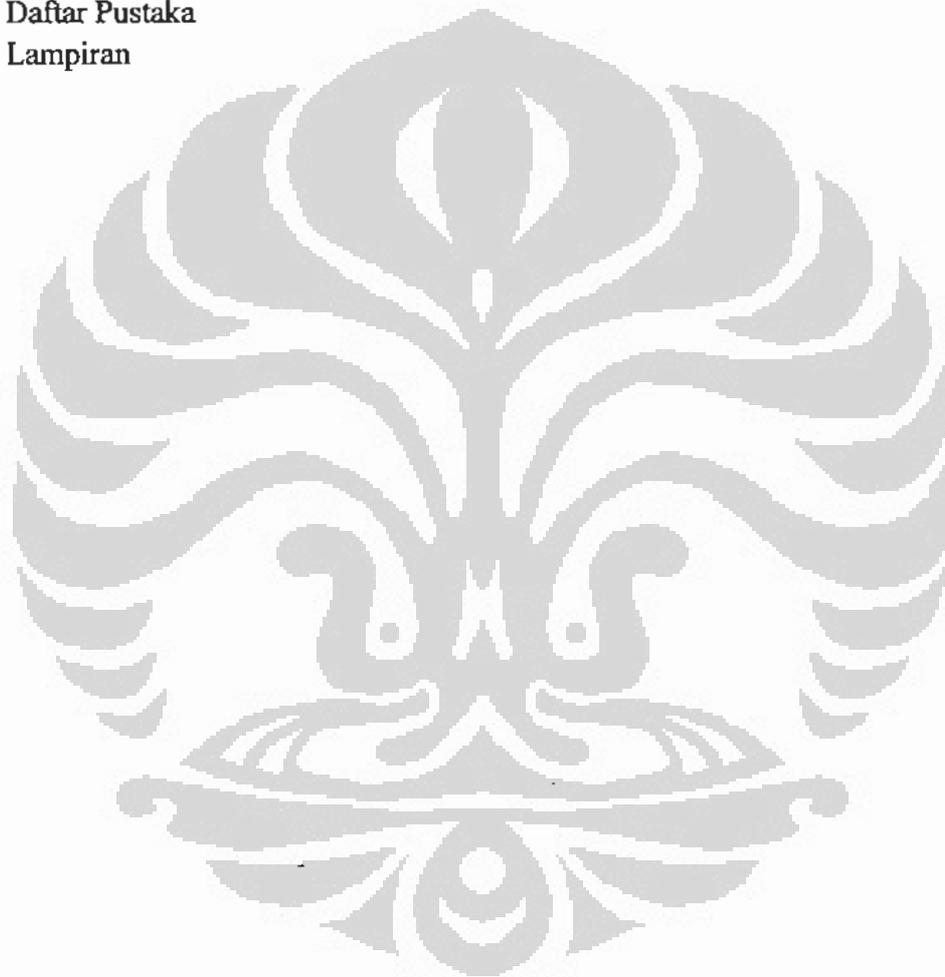
This research is an empirical study to determine whether the publications of equity research report on PEFINDO's website during February 2009 until April 2010 increase the liquidity of stock or not. Daily data such as price, volume, bid offer prices used in this research were obtained from the Indonesian Stock Exchange. From the two measures used, the bid ask spread and the percentage of zero return that were tested either using t test or cross sectional regression, showed that publications of equity research report on PEFINDO's website were not able to increase overall stock liquidity

Key Word: Liquidity, Bid Ask Spread, Percentage of Zero Return

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR PERSAMAAN	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB 1 Pendahuluan	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Tujuan Penelitian.....	4
1.3 Manfaat Penelitian.....	4
1.4 Pembatasan Masalah.....	5
1.5 Sistematika Penulisan.....	5
BAB 2 Tinjauan Pustaka	
2.1 Likuiditas.....	7
2.2 Metode Perhitungan Likuiditas.....	11
2.2.1 <i>Relative Bid-Ask Spread</i>	11
2.2.2 <i>Percentage of Zero Return</i>	13
2.3 <i>Equity Research Report</i>	14
2.4 Penelitian Empiris.....	16
2.5 Uji Statistik.....	17
BAB 3 Metodologi Penelitian	
3.1 Sekilas PEFINDO.....	20
3.2 Pengumpulan Data	20
3.3 Operasionalisasi Variabel.....	21
3.4 Hipotesis Uji Statistik.....	25
3.4.1 Uji t Statistik.....	25
3.4.2 Uji Regresi <i>Cross sectional</i>	27
3.5 Alur Penelitian.....	30

BAB 4 Hasil dan Analisa	
4.1 Statistika Deskriptif.....	31
4.2 Pengujian Likuiditas Saham.....	33
4.2.1 Pengujian <i>Relative Bid Ask Spread</i>	33
4.2.2 Pengujian <i>Percentage of Zero Return</i>	44
BAB 5 Kesimpulan dan Saran	
5.1 Kesimpulan.....	52
5.2 Saran.....	54
Daftar Pustaka	55
Lampiran	

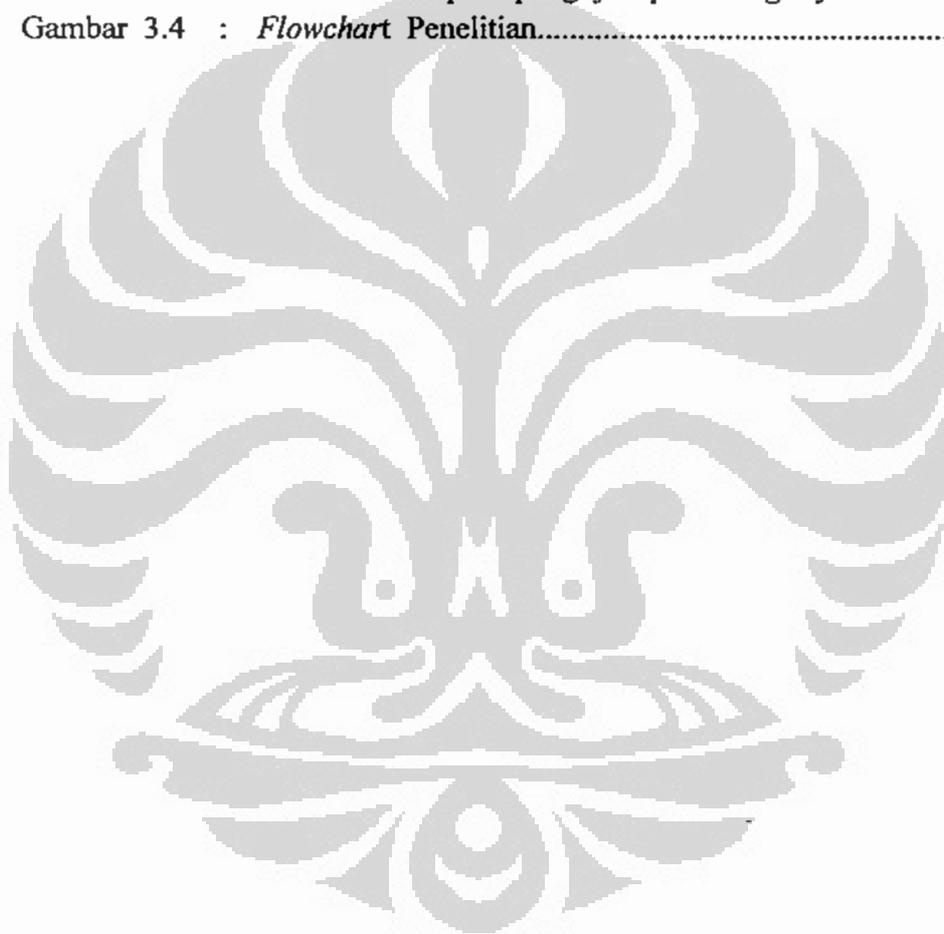


DAFTAR TABEL

Tabel 2.1	: Fraksi Perdagangan Saham yang Berlaku di BEJ sejak tahun 2004.....	17
Tabel 3.1	: Daftar Emiten yang melakukan publikasi <i>equity research report</i> di laman PEFINDO.....	21
Tabel 3.2	: Rangkuman tanda yang diharapkan setelah melakukan regresi <i>cross section</i>	29
Tabel 4.1	: Statistik deskriptif	31
Tabel 4.2	: Statitik deskriptif <i>variable bid-ask spread</i> , harga, volume, dan volatilitas setelah dilakukan transformasi logaritma (Ln).....	32
Tabel 4.3	: Daftar Emiten yang akan digunakan sebagai <i>sample</i> dalam penelitian.....	33
Tabel 4.4	: Perhitungan BAS saham AISA dengan publikasi tanggal 19 Agustus 2009.....	35
Tabel 4.5	: Tabulasi BAS untuk 21 publikasi.....	37
Tabel 4.6	: Tabulasi perbedaan rata-rata <i>Relative Bid-Ask Spread</i> sebelum dan sesudah publikasi.....	38
Tabel 4.7	: Data <i>dependent</i> variabel dan <i>independent</i> variabel dalam regresi <i>cross section</i>	40
Tabel 4.8	: Hasil regresi <i>cross section</i>	42
Tabel 4.9	: Perhitungan <i>percentage of zero return</i> saham AISA.....	45
Tabel 4.10	: <i>Percentage of Zero Return</i> saham sebelum dan setelah publikasi.....	48
Tabel 4.11	: Hasil Uji t <i>percentage of zero return</i>	50

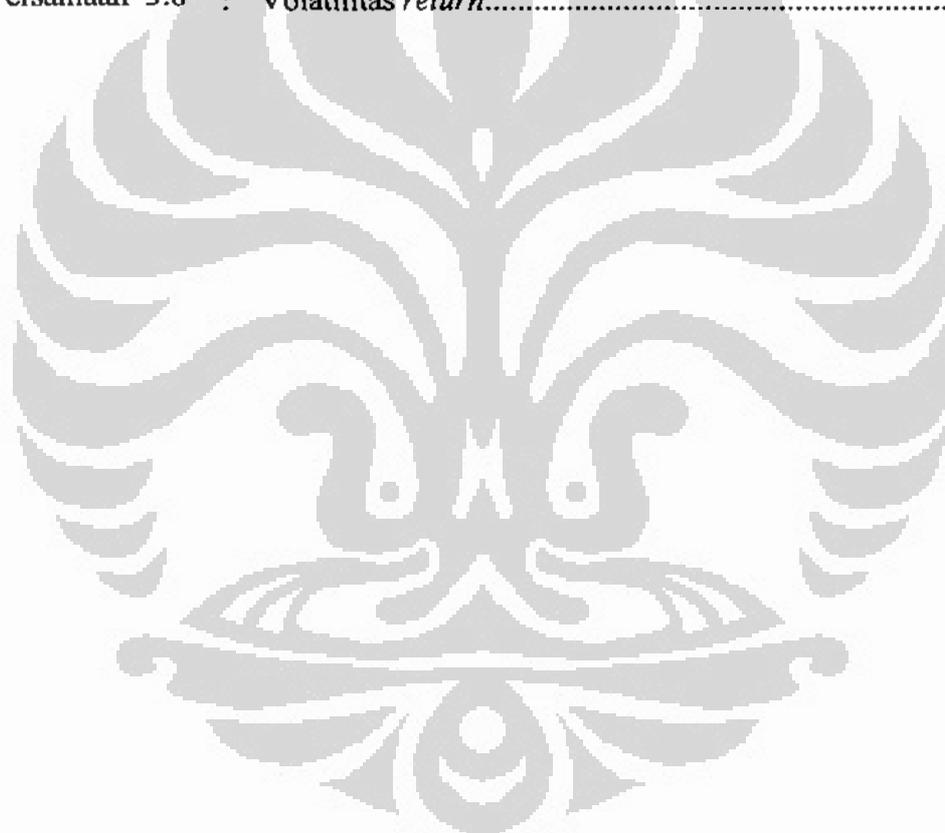
DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	: Aspek-aspek likuiditas dalam <i>limit order book</i>	8
Gambar 2.2	: <i>Supply dan demand</i> pada <i>limit order book</i>	9
Gambar 2.3	: Level Likuiditas.....	10
Gambar 3.1	: Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian.....	22
Gambar 3.2	: <i>Event window</i> pada pengujian <i>relative spread</i>	26
Gambar 3.3	: <i>Event window</i> pada pengujian <i>percentage of zero return</i>	26
Gambar 3.4	: <i>Flowchart</i> Penelitian.....	30



DAFTAR PERSAMAAN

Persamaan 3.1	: <i>Relative Bid Ask Spread</i>	22
Persamaan 3.2	: Rata-rata <i>Relative Bid Ask Spread</i> H-30 sampai H-1.....	22
Persamaan 3.3	: Rata-rata <i>Relative Bid Ask Spread</i> H+1 sampai H+30.....	23
Persamaan 3.4	: Return saham.....	23
Persamaan 3.5	: <i>Percentage of Zero Return</i>	23
Persamaan 3.6	: Harga rata-rata.....	24
Persamaan 3.7	: Volume rata-rata.....	24
Persamaan 3.8	: Volatilitas <i>return</i>	24



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	: Hasil uji t terhadap publikasi AISA 4 Februari 2009.....	L-1
	: Hasil uji t terhadap publikasi AISA 19 Agustus 2009.....	L-1
	: Hasil uji t terhadap publikasi ARNA 7 Agustus 2009.....	L-2
	: Hasil uji t terhadap publikasi ARNA 16 Februari 2010.....	L-2
	: Hasil uji t terhadap publikasi DGIK 28 Desember 2009.....	L-3
	: Hasil uji t terhadap publikasi JPRS 10 September 2009.....	L-3
	: Hasil uji t terhadap publikasi JPRS 23 Februari 2010.....	L-4
	: Hasil uji t terhadap publikasi KDSI 6 maret 2009.....	L-4
	: Hasil uji t terhadap publikasi KDSI 4 september 2009.....	L-5
	: Hasil uji t terhadap publikasi KOIN 16 Desember 2009.....	L-5
	: Hasil uji t terhadap publikasi MASA 15 January 2010.....	L-6
	: Hasil uji t terhadap publikasi MPPA 31 July 2009.....	L-6
	: Hasil uji t terhadap publikasi MPPA 8 April 2010.....	L-7
	: Hasil uji t terhadap publikasi PDES 28 Desember 2009.....	L-7
	: Hasil uji t terhadap publikasi PJAA 4 september 2009.....	L-8
	: Hasil uji t terhadap publikasi PJAA 19 Maret 2010.....	L-8
	: Hasil uji t terhadap publikasi SMSM 16 Oktober 2009.....	L-9
	: Hasil uji t terhadap publikasi WEHA 2 July 2009.....	L-9
	: Hasil uji t terhadap publikasi WEHA 9 February 2010.....	L-10
	: Hasil uji t terhadap publikasi YPAS 20 Agustus 2009.....	L-10
	: Hasil uji t terhadap publikasi YPAS 25 February 2010.....	L-11
Lampiran 2	: Hasil Uji Regresi <i>Cross Sectional relative bid ask spread</i>	L-12

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Saat ini pasar modal telah menjadi suatu wadah yang sangat penting untuk mendukung pertumbuhan perekonomian sebuah negara tak terkecuali Indonesia. Peran pasar modal semakin penting terutama terkait dengan arus permodalan. Dana investasi para investor baik lokal maupun asing yang kemudian digunakan oleh para emiten untuk pengembangan dan ekspansi bisnisnya di sektor riil dipercaya mampu mendorong pertumbuhan ekonomi suatu negara. Pertumbuhan ekonomi Indonesia memerlukan pendanaan dan investasi yang cukup besar, terlebih lagi harus mampu bersaing di bidang ekonomi baik regional maupun global sehingga peran pasar modal sangatlah penting bagi Indonesia.

Kinerja pasar modal Indonesia dapat dikatakan sangat baik, hal ini dibuktikan dengan diraihnya peringkat pasar modal terbaik di Asia pada tahun 2009 dengan penguatan IHSG sebesar 83,4%. Jika dibandingkan dengan negara G-20 selain Cina dan India, perekonomian Indonesia diperkirakan mampu tumbuh 5-6% pada 2010. Sepanjang Semester I 2010, tercatat ada tiga indeks sektoral yang tumbuh paling tajam, yaitu sektor barang konsumsi (41,93%) seperti PT Gudang Garam Tbk (GGRM), PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR), PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), PT Kalbe Farma Tbk (KLBF), PT HM Sampoerna Tbk (HMSP), dan PT Mayora Indah Tbk (MYOR), sektor aneka industri (32,22%) seperti PT Astra International Tbk (ASII), dan yang terakhir sektor manufaktur (29,94%) seperti PT Semen Gresik Tbk (SMGR), PT Holcim Indonesia Tbk, dan PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk (INTP). Diharapkan dengan indikator positif tersebut dapat terus memancing dana investasi asing yang besar untuk masuk ke pasar modal Indonesia.

Namun sayangnya, penguatan IHSG dan semakin besarnya aktivitas transaksi di lantai bursa baik oleh investor asing maupun lokal tidak mendorong peningkatan nilai maupun transaksi saham emiten kecil atau menengah. Pada kenyataannya 85 persen transaksi di lantai bursa hanya berasal dari dua puluh persen saham emiten-emiten besar. Saham-saham besar adalah favorit para investor, selain karena *blue chip*, juga

karena memiliki *volume*, nilai transaksi dan likuiditas yang cukup tinggi. Didukung juga oleh tersedianya informasi dan banyaknya penelitian (*equity research report*) yang dilakukan terhadap saham-saham berkapitalisasi besar dan *blue chip* yang dilakukan oleh para analis yang dapat dijadikan referensi dalam berinvestasi baik *long term* maupun *short term*. Berbeda halnya dengan saham-saham berkapitalisasi kecil yang sepertinya luput dari penelitian dan perhatian para analis karena dianggap tidak menarik bagi investor. Banyak hipotesa yang dapat dijadikan penyebab ketimpangan likuiditas antara saham berkapitalisasi besar, kecil dan menengah. Ukuran perusahaan adalah salah satunya. Hipotesa lain yang juga relevan adalah ketimpangan dalam *supply* informasi yang menyebabkan investor tidak memiliki dasar yang kuat atau ketertarikan untuk berinvestasi di saham-saham berkapitalisasi kecil. Ditambah lagi dengan adanya sentimen negatif tentang saham-saham berkapitalisasi kecil yang harganya dapat dipermainkan dengan mudah oleh kelompok tertentu juga menyebabkan *long term investor* ragu untuk berinvestasi di saham-saham berkapitalisasi kecil.

Tidak semua investor memiliki waktu dan kemampuan untuk menelaah kinerja keuangan emiten dan menghitung nilai harga saham yang wajar. Akibatnya adalah investor yang ingin berinvestasi di saham berkapitalisasi kecil dan menengah harus mencari dan mengolah sendiri segala informasi yang dibutuhkan. Hal ini tentulah tidak mudah, mengingat keterbatasan waktu dan kemampuan untuk mendapatkan informasi yang tepat dan akurat. Hal ini menyebabkan investor hanya mengandalkan isu yang beredar untuk berinvestasi di saham berkapitalisasi kecil dan menengah. Jika risiko dan biaya atas diperolehnya informasi diperhitungkan dalam *transaction cost*, maka biaya *transaction cost* yang dikeluarkan investor untuk berinvestasi di saham berkapitalisasi kecil dan menengah menjadi lebih besar daripada berinvestasi di saham berkapitalisasi besar.

Seperti telah disebutkan, alasan lain mengapa investor lebih menyukai saham-saham *blue chip* karena emiten saham-saham tersebut rata-rata telah memiliki reputasi perusahaan yang baik sehingga risiko investasi dapat diminimalisasi. Menurut Tandelilin (2010), risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* harapan. Terdapat beberapa jenis risiko yang menjadi pertimbangan investor untuk berinvestasi yaitu risiko bisnis, risiko finansial dan risiko

likuiditas. Risiko bisnis adalah risiko yang ditimbulkan akibat menjalankan suatu bisnis di industri tertentu. Risiko finansial berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan hutang dalam pembiayaan modalnya. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan perusahaan, akan cenderung semakin besar risiko finansialnya. Risiko likuiditas adalah risiko sulit atau lambatnya menjual kembali saham yang dimiliki di pasar sekunder. Meskipun secara fundamental beberapa perusahaan dianggap cukup bagus, namun jika minat transaksi terhadap saham tersebut rendah maka akan menimbulkan selisih nilai yang besar antara harga *offer* dan harga *bid*. Saham-saham yang memiliki nilai relatif *bid-offer* atau *bid-ask spread* yang lebar, merupakan saham-saham yang kurang likuid (Amihud & Yakov and Mendelsen, 2005) (Ekaputra, 2006). Berbagai cara dapat dilakukan untuk dapat meningkatkan likuiditas suatu saham diantaranya dengan melakukan *stock split*, menurunkan nilai fraksi perdagangan (*tick size*), publikasi *corporate action* yang dilakukan oleh emiten, dan *equity research* yang dikeluarkan oleh analis untuk meningkatkan minat beli investor (Baker & Powell, 1993) (Schultz, 2000) (Ekaputra & Eka Putri, 2006).

Admati & Fleiderer (1988) mengatakan bahwa terdapat dua alasan utama mengapa investor bertransaksi di *financial market*, yang pertama karena adanya informasi dan yang kedua karena faktor likuiditas. *Informed traders* melakukan transaksi berdasarkan informasi pribadi yang tidak diketahui oleh semua investor untuk mendapatkan keuntungan sedangkan *liquidity traders* melakukan transaksi bukan karena ingin mendapat keuntungan melainkan hanya ingin merubah aset ke dalam bentuk *cash* seperti yang dilakukan oleh manajer investasi yang bertransaksi hanya untuk menyeimbangkan portfolio mereka. Dari dua alasan utama yang telah dikemukakan, PT. PEFINDO atau "PT Pemeringkat Efek Indonesia" yang didirikan melalui inisiatif Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) dan Bank Indonesia berinisiatif untuk mengangkat saham-saham berkapitalisasi pasar kecil agar lebih dikenal oleh investor melalui penyediaan media publikasi bagi para emiten di laman (*website*) <http://new.pefindo.com>.

Publikasi yang dilakukan adalah *equity research report* berupa target harga saham referensi PEFINDO. Harga referensi saham yang dimaksud adalah target harga wajar yang berlaku 12 bulan sejak *cut off date* sesuai dengan data keuangan historis

terakhir yang dijadikan dasar evaluasi. Tujuan dari publikasi *equity research report* ini adalah untuk menyediakan informasi serta mempermudah pemahaman investor tentang perkembangan keuangan emiten kecil dan menengah. Dengan dilakukan publikasi mengenai *equity research report*, diharapkan saham-saham emiten kecil dan menengah dapat menarik minat lebih banyak investor sehingga diharapkan sahamnya menjadi lebih likuid.

1.2 Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang penelitian, dapat dirumuskan tujuan umum penelitian ini adalah menganalisis apakah *equity research report* analisis PEFINDO yang dipublikasikan di laman PT PEFINDO berpengaruh terhadap peningkatan likuiditas saham sebuah emiten. Tujuan khusus penelitian ini adalah

- a. Menganalisis apakah terjadi penurunan rerata *bid-ask spread* sebelum dan sesudah publikasi *equity research report*.
- b. Menganalisis apakah terjadi penurunan *relative bid ask spread* sebelum dan sesudah publikasi *equity research report*, setelah memperhatikan variabel kontrol harga saham, volume transaksi, dan volatilitas *return* saham.
- c. Menganalisis apakah terjadi penurunan *percentage of zero return* sebelum dan sesudah publikasi *equity research report*.

1.3 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

- a. Bagi PEFINDO: dengan adanya penelitian ini dapat dilihat apakah terdapat pengaruh dari publikasi *equity research report* terhadap likuiditas saham sehingga jika hasil yang didapat tidak sesuai dengan harapan maka PEFINDO dapat kembali mengevaluasi mengenai penyebab ketidakberhasilan tersebut dan mengambil langkah-langkah strategis untuk dapat meningkatkan hasilnya di masa yang akan datang.
- b. Bagi Emiten: dengan adanya penelitian ini emiten dapat melihat pengaruh dari publikasi *equity research report* terhadap likuiditas saham emiten. Likuiditas merupakan salah satu faktor penting bagi investor dan salah satu faktor yang diduga dapat mempengaruhi likuiditas saham adalah tingkat transparansi

informasi emiten. Oleh sebab itu emiten perlu menerapkan berbagai strategi komunikasi perusahaan yang tidak hanya terbatas pada publikasi *equity research report*, agar pelaku pasar lebih memahami berbagai keputusan strategis perusahaan di masa yang akan datang.

1.4 Ruang Lingkup Penelitian

Agar penelitian ini tetap fokus sehingga sesuai dengan tujuan dan latar belakangnya, penelitian ini menggunakan beberapa pembatasan masalah sebagai berikut:

- a. Saham-saham yang diteliti adalah saham-saham yang memiliki *equity research report* yang dipublikasikan di laman PT PEFINDO selama periode Februari 2009 hingga April 2010. Sampai dengan dimulainya penelitian, PT PEFINDO telah melakukan publikasi di lamannya sebanyak 30 kali.
- b. Data-data saham baik harga, *volume*, *bid-offer* dan semua data yang digunakan dalam penelitian diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan merupakan data *closing* harian.
- c. Likuiditas diukur dengan menggunakan *proxy relative bid-ask spread* (Aitken & Comerton-Forde, 2003) dan *percentage of zero return* (Lesmond, Ogden, & Trzcinka, 1999).
- d. Penelitian ini tidak mempertimbangkan adanya rekomendasi lain selain *equity research report* yang dipublikasi di laman PT PEFINDO.

1.5 Sistematika Penulisan

Adapun sistematika penulisan yang digunakan dalam penelitian karya akhir ini adalah sebagai berikut:

BAB 1 Pendahuluan

Pada bab ini akan dijelaskan gambaran umum yang terdiri dari Latar Belakang Penelitian, Tujuan Penelitian, Pembatasan Masalah dan Sistematika Penulisan.

BAB 2 Tinjauan Pustaka

Bab ini berisikan konsep dan teori-teori yang mendasari dan mendukung penyusunan hipotesa penelitian dan pembahasan karya akhir ini. Beberapa konsep penting yang akan dikaji antara lain tentang likuiditas, *bid-ask spread*, dan *percentage of zero return*.

BAB 3 Data dan Metodologi Penelitian

Dalam bab ini akan dijelaskan mengenai data yang akan digunakan dalam penelitian, kriteria pemilihan sampel, sumber serta waktunya. Dalam bab ini juga akan diuraikan operasionalisasi variabel dan langkah-langkah pengujian statistik yang digunakan dalam penelitian karya akhir ini.

BAB 4 Hasil dan Pembahasan

Pada bagian ini akan dilaporkan hasil rekapitulasi dan statistik deskriptif hasil penelitian, serta hasil pengujian menggunakan uji statistik t dan *cross sectional regression*. Selanjutnya akan dibahas apakah terdapat pengaruh yang signifikan publikasi *equity analyst report* pada tingkat likuiditas saham.

BAB 5 Simpulan dan Saran

Pada bab terakhir ini dimuat simpulan dari seluruh hasil penelitian yang didapat dari hasil penelitian dan analisis karya akhir ini. Serta akan diberikan saran-saran bagi penelitian selanjutnya, dan implikasi hasil penelitian bagi emiten serta investor

BAB 2

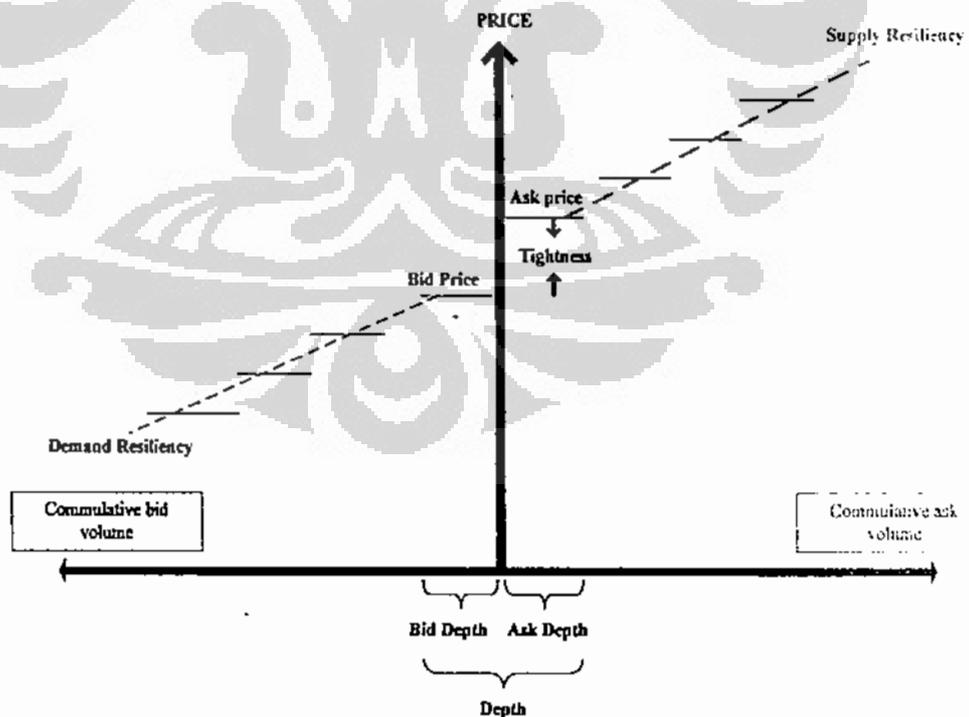
TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Likuiditas

Salah satu faktor yang menentukan nilai saham suatu perusahaan adalah tingkat likuiditas saham tersebut. Dalam manajemen keuangan, likuiditas suatu aset menunjukkan seberapa cepat aset tersebut dapat dikonversi menjadi uang tunai (kas) tanpa banyak mengurangi harga aset tersebut (Hasbrouck & Schwartz, 1988). Semakin cepat aset tersebut dapat dirubah menjadi kas, maka semakin tinggi likuiditasnya. Begitu pula halnya saham yang juga merupakan aset bagi para pemegangnya. likuiditas saham merupakan salah satu faktor yang paling penting untuk menentukan harga saham. Sebagai contoh, investor akan meminta premi yang lebih tinggi untuk saham dengan tingkat likuiditas rendah sebagai kompensasi atas besarnya *transaction cost* (Amihud & Yakov and Mendelsen, 2005) (Amihud Y. , 2002). Secara umum terdapat empat karakteristik dalam likuiditas yaitu:

- a. *Trading time* adalah kemampuan untuk melakukan transaksi dengan cepat dan segera pada harga yang sedang berlaku.
- b. *Tightness* adalah kemampuan untuk membeli dan menjual aset pada harga yang sama di waktu yang sama. *Tightness* menggambarkan dengan jelas biaya yang harus dikeluarkan ketika ingin bertransaksi dengan cepat (*immediacy transaction cost*).
- c. *Depth* adalah jumlah volume order yang terdapat di sisi *bid* dan *offer* pada harga yang sedang ditransaksikan. Sedangkan *breadth* adalah adanya order dengan volume yang besar.
- d. *Resiliency* adalah kemampuan untuk menjual dan membeli sejumlah saham tertentu dengan sedikit dipengaruhi oleh "*quoted price*" atau dapat didefinisikan sebagai kecepatan terjadinya perubahan harga dari order baru yang diakibatkan karena ketidakseimbangan order yang bersifat sementara. Berbeda dengan *depth* yang hanya melihat jumlah volume yang ditawarkan pada harga *bid* dan *ask*, *resiliency* juga memperhitungkan elastisitas *supply* dan *demand* (Fernandez, 1999).

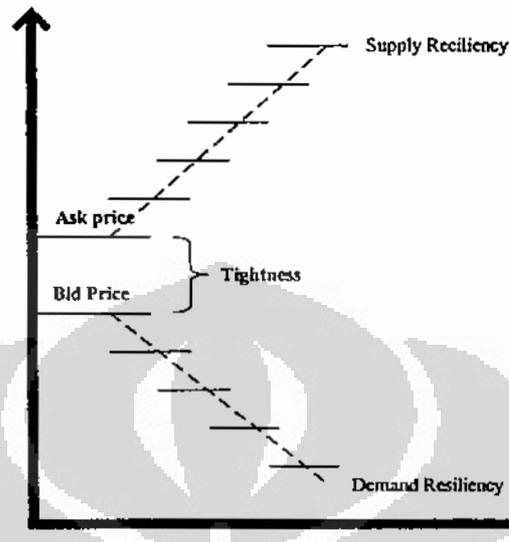
Dalam melakukan transaksi, investor memiliki dua pilihan yaitu dengan *limit order* dan *market order*. *Limit order* adalah melakukan transaksi sebesar *volume* yang tersedia di harga tertentu atau yang sedang ditransaksikan. Sedangkan *market order* adalah bertransaksi sesuai dengan *volume* yang dimiliki, jika *depth* kurang dari *volume* yang dikehendaki maka transaksi dilakukan di level harga yang berbeda (Bae & Hasung Jang, 2003). Gambar 2.1 menunjukkan gambar *limit order book*. Sumbu horizontal menggambarkan *volume* yang terjadi pada sisi *bid* dan *ask*. *Volume* untuk masing-masing harga bisa berbeda tergantung jumlah penawaran dan permintaan. Harga di gambarkan pada sumbu vertikal. Terdapat dua harga yang berbeda yaitu harga *ask* dimana saham ditawarkan dan harga *bid* dimana saham hendak dibeli. Harga transaksi mungkin terjadi di dua sisi, jika seorang investor ingin segera mendapatkan sahamnya maka ia akan mengambil pada harga *ask* dan jika seorang investor ingin segera menjual sahamnya, maka ia akan menjual di harga *bid*. Perbedaan antara harga *bid* dan *ask* adalah cara untuk menghitung *tightness*. Dimensi horizontal adalah *depth* dan elastisitas dari *supply* dan *demand* disebut *resiliency*.



Gambar 2.1. Aspek-aspek likuiditas dalam *limit order book*

Sumber: (Rinaldo, 2001) halaman 312

Jika Gambar 2.1 disederhanakan, maka akan tampak kurva permintaan dan penawaran akan seperti pada Gambar 2.2:



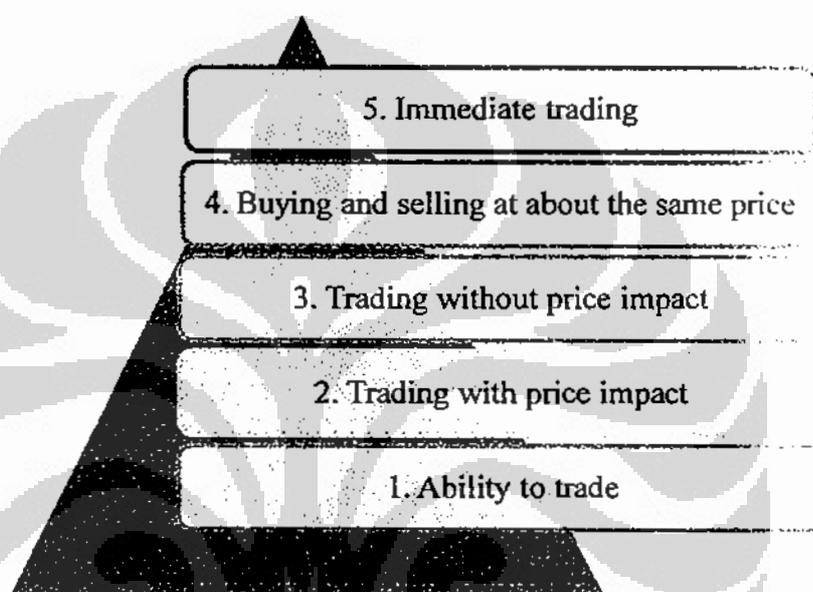
Gambar 2.2. Supply dan demand pada limit order book.

Sumber : (Rinaldo, 2001), halaman 312.

Sehingga karakteristik likuiditas dapat diklasifikasikan kembali menjadi lima level likuiditas yaitu (Wyss, 2004):

- a. *The ability to trade at all.* Ini adalah level pertama dari likuiditas yaitu transaksi baru dapat terjadi jika terdapat setidaknya satu permintaan dan satu penawaran.
- b. *The ability to buy and sell a certain amount of an asset with influence on the quoted price.* Jika transaksi mungkin dilakukan, perhatian berikutnya adalah dampak harga perdagangan. Perdagangan sejumlah saham dengan sedikit dampak terhadap "quoted price" mungkin dilakukan di pasar yang likuid.
- c. *The ability to buy and sell a certain amount of an asset without influence on the quoted price.* Semakin likuid sebuah pasar, maka semakin kecil dampak terhadap "quoted price". Oleh karena itu, seiring dengan peningkatan likuiditas pada akhirnya mencapai satu titik dimana besarnya jumlah volume yang diperdagangkan tidak akan menyebabkan perubahan harga.

- d. *The ability to buy and sell an asset at about the same price at the same time.* Level selanjutnya adalah ketika kita dapat membeli lalu menjual kembali tanpa mengurangi harga.
- e. *The ability to execute a transaction from point 2 to 4 immediately.* Pada level yang tertinggi adalah transaksi mungkin dilakukan di waktu yang relatif singkat dengan biaya transaksi seminimal mungkin.



Gambar 2.3. Level Likuiditas

Sumber : (Ranaldo, 2001)

Menurut Cheng (2007) ukuran perusahaan emiten secara positif berkaitan dengan likuiditas saham. Beberapa faktor lain yang juga mempengaruhi likuiditas yaitu ketersebaran kepemilikan, ketersebaran arus informasi, tersedianya *margin trading* dan yang terakhir adalah persepsi masing-masing investor. Saham dapat dikatakan likuid apabila dapat diperdagangkan dalam waktu yang relatif singkat dan dengan biaya transaksi (komisi dan pajak) dan biaya eksekusi yang relatif kecil (Hasbrouck & Schwartz, 1988).

Tidak seperti pajak dan komisi yang bersifat eksplisit, biaya eksekusi adalah biaya tersembunyi (implisit) dalam transaksi saham yang ditimbulkan oleh beberapa hal yaitu (1) harga yang dibulatkan, (2) *Bid-Ask Spread* yang biasanya lebih besar dari minimum *tick size*, (3) yang terakhir penentuan harga yang tidak sempurna dalam

lingkungan pasar modal yang dinamis karena ketidak efisienan atau kurangnya teknologi, regulasi dan penyebaran informasi (Aitken, 2002).

2.2 Metode Perhitungan Likuiditas

Aitken & Comerton-Forde (2003) mengatakan perhitungan likuiditas dibagi menjadi dua kategori utama yaitu *trade-based measures* dan *order based measures*. *Trade-based measures* adalah pengukuran yang dilakukan dengan menggunakan data-data perdagangan yang telah terjadi (historis). *Trade-based measures* bisa dilihat dari frekuensi, volume perdagangan dan *turnover ratio*. Sedangkan *Order based measures* adalah pengukuran yang dilakukan berdasarkan *order* yang sedang terjadi. *Order based measures* dapat menghitung dengan lebih akurat dan cepat biaya eksekusi dari proses transaksi. Salah satu metode dari *order based measures* adalah menghitung *Relative Bid-Ask Spread (BAS)*.

2.2.1 *Relative Bid-Ask Spread*

Dalam berinvestasi, *Bid Ask spread* adalah salah satu faktor penting untuk menilai *return* investasi (Amihud Y. , 2002). *Bid-Ask Spread* adalah perbedaan yang terjadi antara harga jual dan harga beli untuk dapat segera melakukan transaksi. *Bid-Ask Spread* mencerminkan biaya yang harus dikeluarkan oleh investor untuk bertransaksi menjual dan membeli saham dengan cepat. Biaya transaksi (*Bid-Ask Spread*) terjadi setiap kali investor melikuidasi asetnya, investor yang rasional cenderung untuk memilih saham dengan biaya transaksi yang kecil untuk dapat memaksimalkan *return* dan memperkecil risiko likuiditas. Semakin kecil nilai *spread*, berarti semakin likuid suatu saham dan semakin kecil risikonya. Sebaliknya, semakin besar *spread* semakin tidak likuid suatu saham dan semakin tinggi risikonya (Ekaputra, 2006).

Bid Ask spread sebuah saham dapat menggambarkan *volume* perdagangan, total aset, dan resiko dari saham tersebut. *Bid Ask spread* berhubungan erat dengan jumlah investor yang memiliki aset karena semakin banyak jumlah pemegang saham maka semakin kecil *spread*nya. Volume menjadi salah satu dimensi yang digunakan untuk mengukur likuiditas karena memiliki korelasi yang kuat terhadap *Bid Ask spread* (Amihud & H, 1986). Likuiditas juga berhubungan dengan ketersediaan informasi mengenai suatu aset. Semakin banyak informasi yang dimiliki oleh investor akan

tercermin dari peningkatan volume perdagangan yang memicu terjadinya penurunan *spread*. Ketidaklengkapan informasi yang tersedia atas suatu aset menjadi faktor yang menentukan harga aset yang tercermin dalam *Bid Ask spread*. Dengan demikian likuiditas adalah salah satu faktor untuk menentukan harga aset (saham). *Bid-Ask Spread* lebih sering digunakan daripada nominal *spread* karena tidak menggunakan mata uang manapun sehingga akan lebih mudah untuk membandingkan antara saham di pasar internasional dengan mata uang yang berbeda.

Terdapat dua sistem perdagangan di pasar modal yaitu *order driven* dan *quote driven*. Dalam sistem *order driven* pengajuan penawaran dan penjualan (*bid offer quotation*) berupa *limit order* diajukan ke dalam sistem komputer pasar modal yang dilakukan oleh investor/ broker dan dealer tanpa melibatkan *specialist* atau *market maker*. Dalam pasar modal yang menggunakan sistem *order driven*, setiap pemain memiliki akses *real time* untuk melihat jumlah *limit order* yang tercatat untuk membeli ataupun menjual pada masing-masing saham dan juga jumlah volume perdagangan yang telah terjadi.

Para pemain pasar adalah investor dan *dealer* yang dengan bebas dapat mengajukan penawaran dan permintaan. Sehingga dalam sistem *order driven*, likuiditas ditentukan oleh *limit order* yang diajukan oleh investor maupun *dealer* pada sistem perdagangan dan menghasilkan *spread* (Brockman & Chung, 1999). Investor dan *dealer* mengajukan harga dan kuantitas saham yang hendak mereka perdagangkan sehingga menghasilkan deretan harga dan kuantitas pada sisi *bid* dan *offer*. Untuk membeli saham dengan segera, seorang investor harus membeli dengan harga *offer* terendah yang sedang diperdagangkan. Sedangkan jika ingin menjual dengan segera, investor harus menjual di harga *bid* tertinggi yang sedang diperdagangkan. Pasar modal yang menggunakan sistem *order driven* adalah Bursa Efek Indonesia, *Toronto's Torex*, *Stockholm Stock Exchange*, *Tokyo's Cores*, *Switzerland's SWX* dan *Hongkong Stock Exchange*.

Dalam sistem *quote driven* investor melakukan transaksi dengan *specialist* atau *market makers*. Mereka siap melakukan pembelian dan penjualan dengan jumlah maksimum dan mengambil keuntungan dari selisih harga *bid* dan harga *offer*. Sehingga yang berperan dalam menciptakan likuiditas dan fluktuasi harga dalam sistem *quote*

driven adalah para *specialist* tersebut. Pasar modal yang menggunakan sistem *quote driven* adalah *New York Stock Exchange*, *American Stock Exchange* dan *Nasdaq Stock Exchange*. Bagi investor kecil, metode BAS adalah metode yang efektif dan akurat untuk menghitung likuiditas sebuah saham. Dengan menghitung BAS sebagai presentase dari harga saham (*relative spread*), likuiditas saham dapat dibandingkan antara saham lain dengan harga yang berbeda.

2.2.2 Percentage of Zero Return

Selain dapat di lihat dari *depth*, *breadth* dan *resiliency* nya, likuiditas sebuah saham juga dapat dilihat dari *return* per periode (Datar & Naik, 1998). *Zero return* adalah suatu metode yang digunakan untuk melihat apakah terjadi perubahan harga saham dalam satu periode (jam, harian, mingguan, bulanan hingga tahunan). Jika harga saham tidak mengalami perubahan, maka return akan bernilai 0 (nol) yang selanjutnya kita sebut *Zero return*. Metode ini digunakan karena terdapat beberapa saham yang memiliki data perdagangan yang tidak lengkap, sehingga tidak terdapat *bid ask spread*. Ada tiga faktor umum yang berpengaruh terhadap pergerakan harga saham (Hong, 2000) yaitu:

- Faktor sentimen

Ditimbulkan karena adanya perasaan positif atau negatif terhadap saham, misal rumor adanya *corporate action* seperti akuisisi, rumor divestasi saham, perkembangan politik sesat, dan lain-lain. Publikasi laporan keuangan dan *equity research report* juga sering berpengaruh terhadap pergerakan harga saham. Bila laporan keuangan sesuai yang diharapkan, maka harga saham akan naik begitu juga sebaliknya. Faktor sentimen berpengaruh terhadap harga saham dalam jangka pendek, harga mingguan atau harian.

- Faktor likuiditas

Salah satu alasan investor berinvestasi di *financial market* adalah alasan likuiditas. Semakin likuid suatu saham, maka akan semakin diminati karena investor dapat menjual dan membeli saham tersebut dengan segera. Adanya aliran dana masuk dan keluar dari dan ke negara lain juga mempengaruhi likuiditas, karena hal tersebut akan berpengaruh terhadap meningkatnya jumlah *supply* dan *demand*, semakin banyak yang menjual dan semakin banyak yang membeli. Contohnya, keluarnya dana dari

Indonesia pada krisis Asia tahun 1997 dan tahun 2008 menyebabkan anjloknya harga saham di Indonesia. Sebaliknya, semakin banyak dana asing yang masuk akan mengakibatkan meningkatnya harga saham karena peningkatan permintaan.

- Faktor fundamental

Keadaan ekonomi suatu negara dapat berpengaruh pada kinerja perusahaan publik. Investor global sebelum melakukan alokasi investasi ke suatu negara akan terlebih dahulu memperhatikan kondisi ekonomi dan politik suatu negara. Selanjutnya investor akan memilih sektor industri yang dianggap berpotensi memberikan pertumbuhan. Setelah menentukan sektor industri yang dianggap berpotensi, investor akan melakukan analisis fundamental untuk menentukan saham perusahaan yang masih *undervalue*. Investor memilih saham yang *undervalue* dengan tujuan memperoleh *capital gain* dari investasi yang dilakukan.

Harga saham yang tidak berubah dapat disebabkan antara lain karena kurangnya informasi tentang emiten. Kekurangan informasi tersebut dapat menyebabkan kurangnya minat investor untuk bertransaksi saham tersebut. Transaksi yang minim cenderung membuat harga saham tidak berubah dan menyebabkan terjadinya fenomena *zero return* saham. Semakin banyak *zero return* yang terjadi mencerminkan semakin tidak likuidnya suatu saham.

2.3 *Equity Research Report*

Equity research report adalah hasil analisis mengenai saham sebuah emiten yang di dalamnya terdapat berbagai informasi seperti keuangan perusahaan, pertumbuhan industri (*earning forecast*), target harga yang mungkin akan dicapai oleh saham tersebut antara enam sampai dua belas bulan ke depan serta rekomendasi yang diusulkan seperti *buy* atau *sell* (Asquith & Andrea, 2005). SFAC No. 1 (FASB, 1978) menjelaskan bahwa para investor, kreditor, dan pihak-pihak lainnya sering menggunakan informasi laba dan informasi tentang komponen-komponen laba untuk menilai prospek arus kas dari investasi atau pinjaman yang mereka berikan.

Terdapat tiga faktor yang mempengaruhi kandungan informasi dari suatu pengumuman informasi perusahaan. Pertama, ekspektasi pasar terhadap kandungan dan *timing* dari pengumuman informasi perusahaan. Semakin besar tingkat ketidakpastian, maka semakin besar pula potensi terjadinya revisi terhadap harga-harga sekuritas.

Kedua, implikasi dari pengumuman laba terhadap distribusi *return* saham di masa depan. Semakin besar revisi yang berhubungan dengan aliran kas yang diharapkan, semakin besar pula implikasi revaluasi harga saham terhadap pengumuman tersebut. Ketiga, kredibilitas sumber informasi. Semakin kredibel suatu sumber pengumuman informasi, semakin besar pula implikasi revaluasi terhadap pengumuman informasi itu (Foster, 1981). Menurut Scott (2000), informasi laba dapat berguna jika dapat mengakibatkan investor mengubah keyakinan dan tindakan mereka sebelumnya dan tingkat kegunaan tersebut dapat diukur dari sejauh mana perubahan harga mengikuti publikasi informasi laba. Dalam jurnalnya, Asquith & Andrea (2005) mengatakan bahwa *equity research report* sangat mempengaruhi harga saham ketika *research* tersebut dipublikasi. Apalagi jika perdagangan dilakukan di pasar yang efisien.

Pasar yang efisien merupakan suatu pasar dimana efek yang diperdagangkan merefleksikan semua informasi yang terjadi dengan cepat dan akurat. Konsep dari pasar yang efisien ini menyatakan bahwa pemodal selalu memasukkan faktor informasi yang tersedia dalam keputusan mereka, sehingga terefleksi pada harga yang mereka transaksikan. Jadi, harga yang berlaku di pasar sudah mengandung faktor informasi tersebut. Pengertian pasar modal efisien yang diterima secara luas adalah pasar modal yang apabila terdapat informasi baru, maka informasi tersebut tersebar luas, cepat dan mudah di dapat secara murah oleh investor. Informasi ini meliputi hal yang diketahui dan relevan untuk mempertimbangkan harga saham dan tercermin secara cepat dalam harga saham. Fama (1965) menyatakan "*a securities market is efficient if security prices fully reflect the information available*". Efisiensi pasar modal tergantung pada kondisi tertentu, terutama volume perdagangan. Pasar dengan volume perdagangan yang relatif kecil menyulitkan investor untuk bereaksi terhadap informasi baru dan memudahkan bagi pedagang besar untuk memanipulasi karena adanya informasi (Banner, 1985).

Sesuai dengan konsep dasar efisiensi dan kondisi ideal pasar efisien, maka pasar modal yang efisien secara informasional dapat diklasifikasikan menjadi 3 (tiga) bentuk atau tingkatan yaitu (Bodie & Kane, 2009):

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Efisiensi pasar disebut lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan informasi masa lalu yang merupakan informasi yang sudah terjadi. Sehingga

harga-harga masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Hal ini berarti dalam pasar efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*.

b. Efisiensi pasar bentuk semi kuat (*semi-strong form*)

Efisiensi pasar bentuk semi-kuat menyatakan bahwa harga sekuritas betul-betul menggambarkan informasi yang dipublikasikan. Informasi dalam bentuk ini meliputi semua informasi yang dimaksud pada *weak form*, yaitu data harga dan *volume* historis serta data-data atau informasi lainnya yang tersedia bagi publik seperti pendapatan perseroan, deviden, saham bonus, inflasi dan *stock split*. Teori ini memberikan tekanan pada kecepatan informasi yang diterima para pemodal, artinya informasi tersebar dan diterima oleh para pemodal pada waktu yang hampir bersamaan, sehingga harga secara langsung dan cepat melakukan penyesuaian.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Efisiensi bentuk lemah menyatakan bahwa tidak satupun informasi yang tersedia baik publik maupun privat yang mengizinkan para pemodal untuk meraih keuntungan yang tidak normal secara konsisten. Bentuk ini menyatakan bahwa harga saham melakukan penyesuaian secara cepat terhadap informasi apapun, bahkan informasi yang tidak tersedia bagi semua pemodal (informasi privat). Salah satu jenis informasi privat adalah jenis informasi yang berasal dari orang dalam. Mereka mempunyai akses atas informasi berharga mengenai keputusan penting bersifat taktis dan strategis yang telah direncanakan oleh perusahaan. Sehingga dengan modal informasi privat yang demikian mampu memberikan keuntungan abnormal yang konsisten bagi para investor yang memiliki informasi tersebut.

2.4 Penelitian Empiris

Penelitian empiris adalah penelitian yang datanya berasal langsung dari pengamatan atau percobaan, penelitian empiris digunakan untuk menjawab pertanyaan atau menguji sebuah hipotesis. Pada penelitian kali ini, hal yang hendak diuji adalah apakah terdapat pengaruh antara publikasi *equity research report* dengan peningkatan likuiditas suatu saham. Hasil didasarkan pada bukti aktual sebagai lawan dari teori atau dugaan, dengan demikian hasil penelitian dapat digunakan dalam studi lanjutan.

Penelitian ini akan mengamati perubahan transaksi saham yang *equity research report*nya dipublikasi di laman PT PEFINDO berupa peningkatan volume, pergerakan harga dan tingkat volatilitas dari saham tersebut. Dari data yang diperoleh lalu dilakukan uji t untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara publikasi *equity research report* dengan peningkatan likuiditas saham tanpa mempertimbangkan faktor-faktor lain dan dilakukan juga *Cross Section Test* untuk menguji likuiditas sebelum dan sesudah publikasi dengan memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi *relative spread* seperti harga, volatilitas, *return* dan *volume*.

Dalam Keputusan Direksi PT. BEJ No 314/BEJ/12-2004 tentang Perdagangan Efek menentukan besar maksimum perubahan harga untuk setiap jenjang harga. Berikut adalah nilai perubahan harga yang ditetapkan untuk setiap interval harga:

Tabel 2.1. Fraksi Perdagangan Saham yang Berlaku di BEJ sejak tahun 2004

Interval Harga	Fraksi Perdagangan	Maksimal Perubahan Harga
< Rp 500	Rp 5	Rp 50
Rp 500 - < Rp 2000	Rp 10	Rp 100
Rp 2000 - < Rp 5000	Rp 25	Rp 250
> Rp 5000	Rp 50	Rp 500

Sumber: Laman Bursa Efek Indonesia

2.5 Uji Statistik

Terdapat dua alasan yang menyebabkan investor bertransaksi di *financial market*, yang pertama karena adanya informasi dan yang kedua karena alasan likuiditas. Investor yang mengetahui informasi mengenai nilai intrinsik sebuah saham yang *undervalue* akan memanfaatkan ketidaktahuan *uninformed investor* untuk terlebih dahulu berinvestasi di saham tersebut untuk mendapat keuntungan. Sampaiya informasi mengenai suatu saham kepada masyarakat akan tercemrin dari pergerakan harga, volume, waktu antar transaksi, *volatility return* (Manganelli, 2005) (Hasbrouck & Seppi, 2001). Uji t terhadap *relative bid ask spread* digunakan untuk menguji apakah terjadi penurunan yang signifikan sebelum dan sesudah publikasi. Penurunan *relative bid ask spread* menunjukkan peningkatan likuiditas suatu saham. *Relative bid ask*

spread memiliki hubungan yang berlawanan dengan likuiditas, semakin tinggi likuiditas maka semakin rendah *relative bid ask spread* nya. Nilai *relative bid ask spread* berkaitan dengan tingkat harga saham, volatilitas return, aktifitas pasar dan tingkat kompetensi (Copeland & Galai, 1983) (Aitken & Frino, The Determinants of market Bid Ask Spreads on The Australian Stock Exchange: Cross Section Analysis, 1996). Adapun variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini untuk melakukan *regresi cross section* adalah harga, volume dan volatilitas *return*.

a. Harga

Harga memiliki hubungan terbalik dengan *relative ask spread* dan searah dengan likuiditas. Jika harga meningkat maka *relative ask spread* akan menurun dan likuiditas meningkat. Hal tersebut disebabkan adanya fraksi perdagangan yang diberlakukan, sehingga secara empiris harga saham mempengaruhi *relative bid ask spread* (Aitken & Frino, The Determinants of market Bid Ask Spreads on The Australian Stock Exchange: Cross Section Analysis, 1996) (Aitken, Frino, & Madhoo, 1997)

b. *Trading Volume Activity* (TVA)

Volume memiliki hubungan searah dengan likuiditas dan terbalik dengan *relative bid ask spread*. Semakin besar volume yang diperdagangkan maka semakin tinggi likuiditasnya dan semakin menurunnya *relative bid ask spread* (Aitken and Frino, 1996), (Erwin & Miller, 1998) . Volume juga dapat mencerminkan adanya utilitarian trader, yaitu orang-orang yang berdagang bukan untuk mencari untung tetapi karena alasan likuiditas atau alasan lainnya seperti meminimalisasi risiko dari aset yang dimiliki (Ekaputra, 2006). Berubahnya volume perdagangan sebuah saham salah satunya diakibatkan oleh adanya informasi yang beredar (Ane & Rangau, 2008). *Volume* biasanya dihitung dari jumlah *volume* atau jumlah lembar saham yang diperdagangkan persatuan waktu. *Volume* biasanya digunakan untuk mengukur *depth* dari likuiditas. Semakin besar volume transaksi menandakan semakin tingginya likuiditas. TVA dapat dijadikan instrumen yang digunakan untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu informasi dengan parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar. Pendekatan TVA dapat juga

digunakan untuk menguji efisien pasar bentuk lemah, dimana perubahan harga belum dengan segera mencerminkan informasi yang ada sehingga reaksi pasar hanya diamati dari pergerakan volume perdagangan saham.

c. Volatilitas *Return*

Volatilitas adalah kecendrungan harga untuk berubah baik turun ataupun naik secara tidak terduga. Volatilitas juga dapat digunakan untuk melihat apakah sebuah saham likuid atau tidak. Menurut Kavajecz & White (2001) volatilitas dapat disebabkan oleh tiga hal yaitu terdapatnya informasi yang beredar, perubahan kondisi makro seperti suku bunga dan kondisi mikro perusahaan. Volatilitas memiliki hubungan yang berlawanan dengan likuiditas, semakin besar volatilitas *return* sahamnya maka semakin rendah likuiditasnya. Volatilitas menjadi perhatian bagi investor dan regulator. Bagi investor, volatilitas dapat menjadi sesuatu yang menarik karena memberikan peluang memberikan profit lebih dibandingkan dengan tanpa volatilitas. Bagi regulator, volatilitas berlebihan mengindikasikan pasar tidak berfungsi sebagaimana mestinya.

Uji *t* terhadap *percentage of zero return* digunakan untuk menguji apakah terjadi penurunan yang signifikan sebelum dan sesudah publikasi. Penurunan *percentage of zero return* menunjukkan peningkatan likuiditas saham setelah publikasi. *Percentage of zero return* memiliki hubungan yang berlawanan dengan likuiditas, semakin tinggi likuiditas maka semakin rendah *percentage of zero return* nya

BAB 3

METOLOGI PENELITIAN

3.1. Sekilas PEFINDO

PT. PEFINDO atau "PT Pemeringkat Efek Indonesia" didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember 1993, melalui inisiatif Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) dan Bank Indonesia. Pada tanggal 31 Agustus 1994, PEFINDO memperoleh izin usahanya dari BAPEPAM dengan Nomor. 39/PM-PI/1994 dan menjadi salah satu lembaga penunjang pasar modal di Indonesia. Tugas utama PEFINDO adalah untuk menyediakan suatu peringkat atas risiko kredit yang objektif, independen, serta dapat dipertanggung jawabkan atas penerbitan surat hutang yang diperdagangkan kepada masyarakat luas.

Disamping melaksanakan kegiatannya dalam melakukan pemeringkatan surat hutang, PEFINDO juga menerbitkan dan mempublikasikan informasi kredit sehubungan dengan pasar perdagangan efek. Publikasi ini terdiri dari opini kredit atas perusahaan-perusahaan penerbit obligasi beserta sektor aset acuannya. PEFINDO merupakan Perseroan Terbatas yang sahamnya per Desember 2006 tercatat dimiliki oleh 96 perusahaan domestik, yang terdiri dari dana pensiun, perbankan, asuransi, Bursa Efek Jakarta, Bursa Efek Surabaya dan perusahaan sekuriti. Guna meningkatkan metodologi pemeringkatan yang digunakan dan kriteria dalam melakukan pemeringkatan, maka PEFINDO didukung oleh mitra globalnya yaitu Standard & Poor's Rating Services (S&P's). PEFINDO juga aktif berpartisipasi dalam *Asian Credit Rating Agencies Association (ACRAA)*

3.2 Pengumpulan Data

Data-data yang dikumpulkan adalah data saham emiten yang hasil *equity research report* nya dipublikasi di *website* PEFINDO. Data saham yang diambil adalah data saham H-30 dan H+30 dari tanggal publikasi. Adapun data saham yang digunakan adalah harga *bid*, harga *offer*, harga penutupan, dan volume transaksi. Semua data diperoleh dari Bursa Efek Indonesia. Berikut adalah emiten yang melakukan publikasi dalam kurun periode penelitian yaitu dari Februari 2009 hingga April 2010:

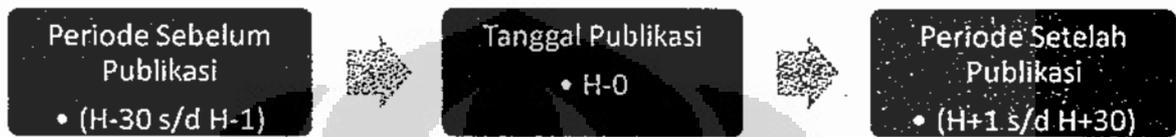
Tabel 3.1. Daftar Emiten yang melakukan publikasi *equity research report* di laman PEFINDO

Observasi	Nama Saham	Kode	Tanggal Publikasi
1	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	AISA	04-Feb-09
2	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	AISA	19-Agust-09
3	Arwana Citramulia Tbk	ARNA	07-Agust-09
4	Arwana Citramulia Tbk	ARNA	16-Feb-10
5	Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	12-Okt-09
6	Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	22-Apr-10
7	Cowell Development Tbk	COWL	21-Jan-10
8	Duta Graha Indah Tbk	DGIK	28-Des-09
9	Fortune Indonesia Tbk	FORU	30-Des-09
10	Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	10-Sep-09
11	Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	23-Feb-10
12	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	JTPE	30-Jun-09
13	Jasuindo Tiga Perkasa Tbk	JTPE	03-Feb-10
14	Kedawang Setia Industrial Tbk	KDSI	06-Mar-09
15	Kedawang Setia Industrial Tbk	KDSI	04-Sep-09
16	Resource Alam Indonesia Tbk	KKGI	12-Nop-09
17	Kokoh Inti Arebama Tbk	KOIN	16-Des-09
19	Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA	15-Jan-10
20	Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	31-Jul-09
21	Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	08-Apr-10
22	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	PDES	28-Des-09
23	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA	04-Sep-09
24	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA	19-Mar-10
25	Selamat Sempurna Tbk	SMSM	06-Mar-09
26	Selamat Sempurna Tbk	SMSM	16-Okt-09
27	Panorama Transportasi Tbk	WEHA	02-Jul-09
28	Panorama Transportasi Tbk	WEHA	09-Feb-10
29	Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS	20-Agust-09
30	Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS	25-Feb-10

Sumber : Laman PEFINDO

3.3. Operasionalisasi Variabel

Operasionalisasi variabel adalah tahap pengukuran setiap variabel yang akan digunakan dalam penelitian ini. Untuk setiap saham dalam sampel akan diukur selama tiga puluh hari sebelum publikasi dan tiga puluh hari sesudah publikasi. Periode sebelum publikasi diamati selama tiga puluh hari sebelum, dan untuk periode setelah publikasi juga diamati tiga puluh hari sesudah publikasi (lihat Gambar 4).



Gambar 3.1. Periode pengamatan yang digunakan dalam penelitian

- **Relative Bid-Ask Spread (BAS)**

Setelah data diurutkan, langkah berikutnya adalah menghitung *Relative Bid-Ask Spread* (BAS) untuk satu periode dapat dihitung dengan menggunakan persamaan berikut:

$$\text{Relative Bid – Ask Spread}_{j,t} = \frac{A_{j,t} - B_{j,t}}{(A_{j,t} + B_{j,t})/2} \dots\dots\dots (3.1)$$

Keterangan:

$A_{j,t}$ = Harga offer saham j pada waktu t

$B_{j,t}$ = Harga bid saham j pada waktu t

Setelah menghitung BAS, untuk uji t dan regresi *cross-sectional* dihitung rata-rata BAS periode sebelum (t-30 sampai t-1) dan sesudah publikasi (t+1 sampai t+30) dengan menggunakan rumus:

$$\text{Rata – rata BAS}_{H-30 \text{ sampai } H-1} = \frac{\sum_{H-30}^{H-1} BAS}{30} \dots\dots\dots(3.2)$$

$$\text{Rata - rata BAS}_{H+1 \text{ sampai } H+30} = \frac{\sum_{H+1}^{H+30} \text{BAS}}{30} \dots\dots\dots(3.3)$$

- **Return Saham**

Untuk mengukur *return* harian saham digunakan persamaan sebagai berikut :

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(3.4)$$

Keterangan :

R = Hasil pengembalian aktual (yang diharapkan) saat t menunjuk periode waktu tertentu di masa lalu (yang akan datang)

P_t = Harga saham pada saat t

P_{t-1} = Harga saham pada waktu (t-1)

- **Zero Return**

Dari data *Return* harian, *return* yang bernilai 0 akan mendapatkan nilai 1 dan *return* yang bernilai lebih besar dan lebih kecil dari 0 akan mendapat nilai 0. Setelah diberi nilai, lalu nilai-nilai tersebut dijumlahkan. Data hasil penjumlahan lalu dibagi 30 untuk masing- masing kelompok (H-30 sampai H-1 dan H+1 sampai H+30) untuk mendapatkan *percentage of zero return*

$$\text{Percentage of Zero Return} = \frac{\text{Jumlah Zero Return}}{\text{Jumlah Pengamatan}} \times 100 \dots\dots\dots(3.5)$$

- **Harga**

Price adalah rata-rata harga penutupan yang diambil H-30 sebelum hingga H-1 untuk periode sebelum publikasi dan H+1 hingga H+30 untuk periode sesudah publikasi. Rumus yang digunakan:

$$\text{Mean Price} = \frac{\text{Jumlah harga}}{\text{Jumlah Pengamatan}} \dots\dots\dots(3.6)$$

- **Volume**

Volume adalah jumlah lot yang diperdagangkan yang diambil H-30 sebelum hingga H-1 dan H+1 hingga H+30 sesudah publikasi, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Mean Volume} = \frac{\text{Jumlah volume}}{\text{Jumlah pengamatan}} \dots\dots\dots(3.7)$$

- **Volatilitas *Return***

Dari *return* harian yang telah dihitung, kemudian dihitung standar deviasi *return* untuk H-30 sampai H-1 dan H+1 sampai H+30 untuk mendapatkan volatilitas *return* dengan menggunakan persamaan :

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{t-1}} \dots\dots\dots(3.8)$$

σ = standar deviasi (volatilitas) *return*

R_t = *return* saham pada periode t

\bar{R} = rata-rata *return* selama periode 1 hingga periode T

- **Variabel *Dummy***

Dummy adalah nilai yang diberikan untuk membedakan data yang diambil sebelum publikasi dengan data yang diambil setelah publikasi. Untuk data yang diambil sebelum publikasi diberi nilai *dummy* 0 (nol) dan untuk data yang diambil setelah tanggal publikasi diberi nilai *dummy* 1 (satu).

Langkah selanjutnya adalah merekapitulasi data rata-rata BAS, *price*, *volume*, *volatility*, *dummy* dan *percentage of zero return* untuk kelompok data H-30 sampai H-1 dan H+1 sampai H+30. Setelah data direkapitulasi, lalu dilakukan uji t statistik dan transformasi data kedalam bentuk logaritma (Ln) untuk selanjutnya dilakukan uji regresi *cross sectional*.

3.4. Hipotesis Uji Statistik

Data rata-rata harga perdagangan, volume, volatilitas dan *relative ask spread* sebelum dan setelah publikasi kemudian diujikan dengan menggunakan uji t statistik dan *Cross Section*. Uji t statistik digunakan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara publikasi *equity research report* dengan peningkatan likuiditas saham tanpa mempertimbangkan faktor-faktor lain. Setelah itu dilakukan *Cross Section Test* untuk menguji likuiditas sebelum dan sesudah publikasi dengan memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi *relative spread* seperti harga, volatilitas *return* dan *volume*

3.4.1 Uji t statistik

Uji t statistik digunakan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara publikasi *equity research report* dengan peningkatan likuiditas tanpa mempertimbangkan faktor-faktor lain yang berpengaruh. Uji t statistik dilakukan terhadap *relative bid ask spread* masing-masing saham sebelum dan sesudah publikasi dan *zero return* semua saham sebelum dan sesudah publikasi.

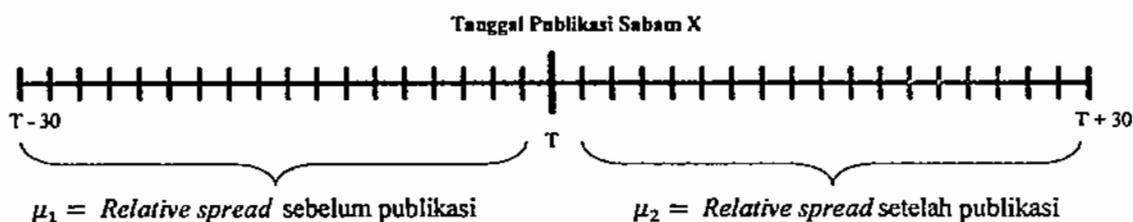
a. *Relative Bid Ask Spread*

Relative Bid ask spread memiliki hubungan yang berlawanan dengan likuiditas, semakin tinggi likuiditas maka semakin rendah *relative bid ask spread* nya. Hipotesis pertama dalam penelitian ini menyatakan bahwa terjadi penurunan *bid ask spread* setelah publikasi. Berikut adalah hipotesis statistik untuk *relative bid ask spread*:

1. $H_0 : \mu_1 - \mu_2 \leq 0$
2. $H_1 : \mu_1 - \mu_2 > 0$

Uji terhadap *relative bid ask spread* dilakukan untuk masing-masing *event* sebelum dan sesudah publikasi. μ_1 menyatakan rata-rata *relative bid ask spread*

untuk masing-masing *event* sebelum publikasi dan μ_2 menyatakan rata-rata *relative bid ask spread* untuk masing-masing *event* setelah publikasi.



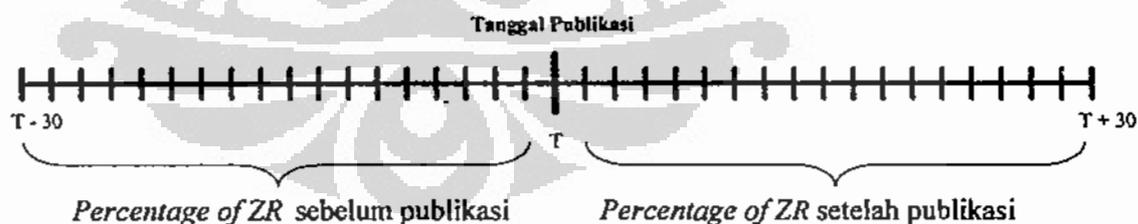
Gambar 3.2. *Event window* pada pengujian *relative spread*

b. **Percentage of Zero Return**

Percentage of zero return memiliki hubungan yang berlawanan dengan likuiditas, semakin tinggi likuiditas maka semakin rendah *percentage of zero return* nya. Berikut adalah hipotesis statistik untuk *percentage of zero return*:

1. $H_0 : \mu_1 - \mu_2 \leq 0$
2. $H_1 : \mu_1 - \mu_2 > 0$

Hipotesis diatas bahwa terjadi penurunan *percentage of zero return* setelah publikasi. Pengujian *zero return* dilakukan karena terdapat beberapa publikasi yang datanya tidak lengkap, sehingga pengujian terhadap *relative ask spread* tidak mungkin untuk dilakukan. Pengujian terhadap *zero return* dilakukan dengan cara merata-ratakan jumlah *percentage of zero return* dari semua *event* sebelum dan setelah publikasi.



1.	Saham x =	a %			b %	
2.	Saham y =	c %			d %	
3.	
4.	Saham z =	h %	+	_____	i %	
				_____	+	
		$\mu_1 = \text{rata-rata sebelum publikasi}$			$\mu_2 = \text{rata-rata setelah publikasi}$	

Gambar 3.3. *Event window* pada pengujian *percentage of zero return*

3.4.2 Uji Regresi *Cross Sectional*

Regresi *Cross Sectional* untuk menguji likuiditas sebelum dan sesudah publikasi dengan memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi *relative spread* seperti harga, volatilitas *return* dan *volume*. Adapun variabel kontrol yang digunakan adalah, harga, volume, volatilitas *return* saham. Model teoretis yang dijadikan acuan dalam penelitian ini adalah (Ekaputra, 2006):

$$\text{Bid Ask Spread} = K \cdot \text{Harga}^a \cdot \text{Volume}^b \cdot \text{Volatilitas}^c$$

Model tersebut menunjukkan adanya hubungan saling interaksi antara harga, volume dan volatilitas. Untuk melakukan estimasi dengan model regresi ordinary least square (OLS) maka model di atas ditransformasi menjadi bentuk log (ln) sebagai berikut:

$$\ln \text{Bid Ask Spread} = \ln K + a \ln \text{Harga} + b \ln \text{Volume} + c \ln \text{volatilitas}$$

Secara empiris, untuk dapat membedakan antara data yang diambil sebelum dan setelah publikasi, maka perlu ditambahkan variable dummy. Model di atas lalu dirubah menjadi model empiris sebagai berikut:

$$\ln \text{Relative Bid Ask}_i = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{Harga}_i + \beta_2 \ln \text{Volume}_i + \beta_3 \ln \text{Volatilitas}_i + \beta_4 \text{Dummy} + \epsilon_i$$

a. Harga

Harga memiliki hubungan terbalik dengan *relative ask spread* dan searah dengan likuiditas. Jika harga meningkat maka *relative ask spread* akan menurun dan likuiditas meningkat, sehingga koefisien yang diharapkan dengan adanya publikasi bernilai **negatif** terhadap *relative ask spread*. Berikut adalah hipotesis statistik untuk variabel harga terhadap *relative bid-ask spread*:

1. $H_0 : \beta_1 \geq 0$
2. $H_1 : \beta_1 < 0$

b. Volume

Volume memiliki hubungan searah dengan likuiditas dan berlawanan arah dengan *relative bid ask spread*, semakin besar volume yang diperdagangkan maka semakin tinggi likuiditasnya dan semakin menurun *relative ask spread*-nya. Sehingga koefisien yang diharapkan dengan adanya publikasi bernilai **negatif** terhadap *relative ask spread*. Berikut adalah hipotesis statistik untuk variabel volume terhadap *relative bid-ask spread*:

1. $H_0 : \beta_2 \geq 0$
2. $H_1 : \beta_2 < 0$

c. Volatilitas

Volatilitas memiliki hubungan yang berlawanan dengan likuiditas dan searah dengan *relative bid ask spread*. Semakin besar volatilitas *return* sahamnya maka semakin rendah likuiditasnya. Karena dalam penelitian ini likuiditas diukur dengan *relative bid-ask spread*, maka semakin tinggi volatilitas akan semakin tinggi pula *relative bid-ask spread*. Sehingga koefisien yang diharapkan dengan adanya publikasi bernilai **positif** terhadap *relative ask spread*. Berikut adalah hipotesis untuk pengaruh volatilitas terhadap *relative bid-ask spread* :

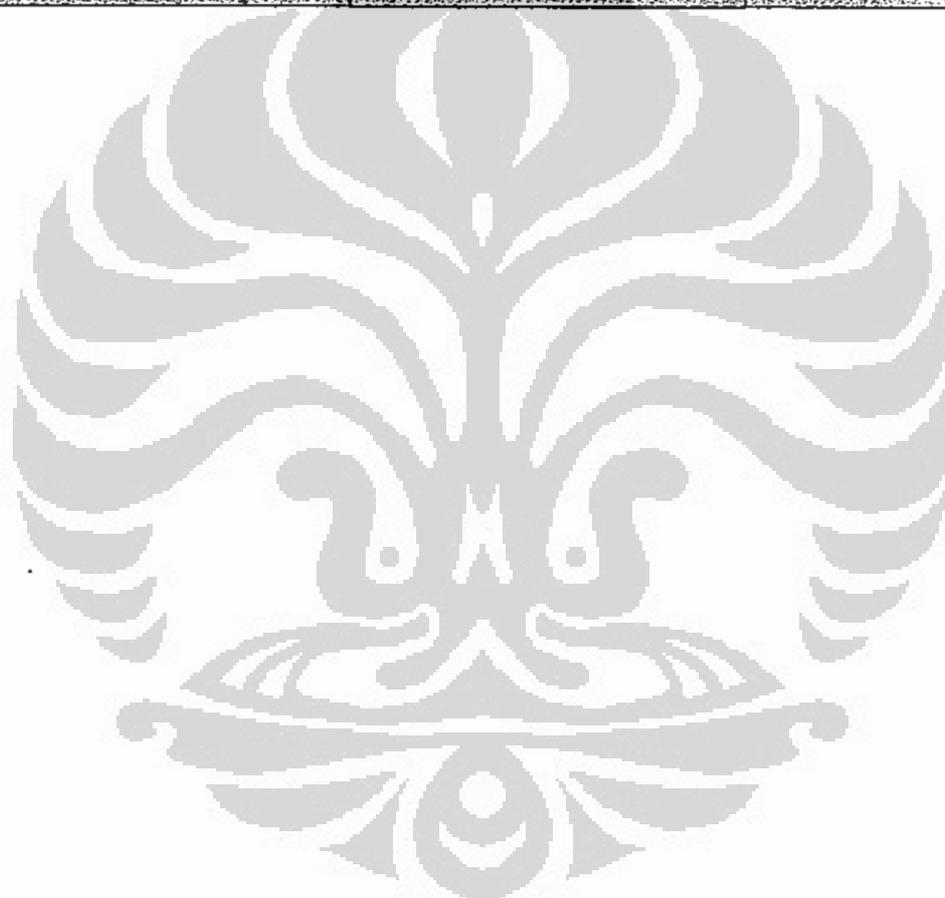
1. $H_0 : \beta_3 \leq 0$
2. $H_1 : \beta_3 > 0$

d. Dummy

Data yang diambil sebelum publikasi diberi nilai *dummy* 0 (nol) dan data yang diambil setelah tanggal publikasi diberi nilai *dummy* 1 (satu). Hasil dari regresi *cross section* menginginkan koefisien *dummy* yang bernilai **negatif**. Hal ini dikarenakan jika *dummy* bernilai negatif maka nilai rata-rata *relative bid ask spread* terbukti mengalami penurunan setelah adanya publikasi.

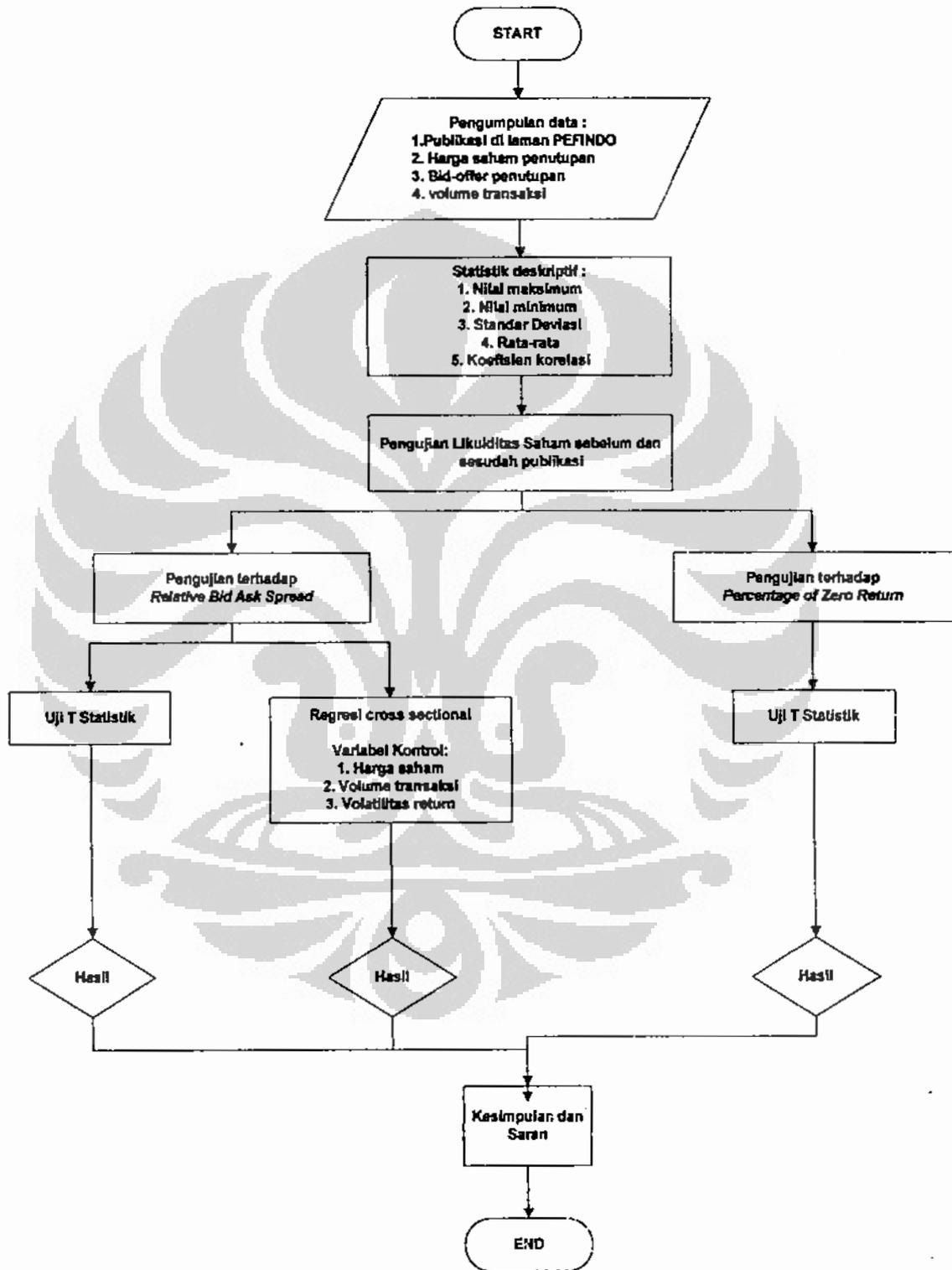
Tabel 3.2. Rangkuman tanda yang diharapkan setelah melakukan regresi *cross section*

Variabel	Koefisien	Tanda yang diharapkan
Intersep	β_0	-
Harga	β_1	-
Volume	β_2	-
Volatilitas	β_3	+
Dummy	β_4	-



3.5 Alur Penelitian

Berikut adalah alur penelitian yang dilakukan dalam penelitian ini:



Gambar 3.4. Flowchart penelitian

BAB 4

HASIL DAN ANALISIS

Dalam kurun waktu penelitian terdapat sembilang belas saham yang *equity analyst report* nya dipublikasi di *website* PEFINDO dengan total publikasi sebanyak tiga puluh (Tabel 3.1 pada halaman 21). Agar dapat digunakan sebagai sampel penelitian, masing-masing saham harus memiliki kelengkapan data transaksi harian berupa harga *bid-offer* dan *closing price*, *volume bid offer* serta *value bid offer* dalam rentang waktu antara H-30 sebelum sampai dengan H+30 setelah publikasi. Apabila dalam rentang waktu tersebut, tidak terjadi transaksi sama sekali sehingga volume transaksi sama dengan nol maka publikasi dari saham tersebut tidak akan digunakan sebagai sampel penelitian dalam pengujian *Relative Bid Ask Spread*. Hal ini dilakukan agar penelitian yang dilakukan akan memberikan hasil yang benar-benar mencerminkan liquiditas dari saham yang diteliti. Saham yang tidak masuk dalam perhitungan *Bid Ask Spread*, selanjutnya akan dimasukkan ke perhitungan *Percentage of Zero Return* bersama dengan saham-saham yang telah dihitung dengan menggunakan metode *Bid Ask Spread*.

4.1 Statistika Deskriptif

Sebelum dilakukan pemodelan, data diuji terlebih dahulu apakah memiliki sebaran yang normal atau tidak, sehingga pemodelan yang dilakukan akan lebih valid. Statistik deskriptif digunakan untuk memastikan bahwa data yang akan digunakan dalam penelitian memiliki sebaran yang normal. Berikut adalah statistika deskriptif untuk *bid ask spread*, harga, volume dan volatilitas *return*.

Tabel 4.1 Statistik deskriptif

	Variabel			
	Bid-Ask Spread	Harga	Volume	Volatilitas
Mean	0.04472	369.02380	1544618	2.62870
Median	0.02745	272.02874	467311.5	2.35225
Maximum	0.27280	1157.33333	14915400	8.52110
Minimum	0.00580	86.83333	16333	0.00990

Tabel 2.1. (lanjutan) Statistik deskriptif

	Variabel			
	Bid-Ask Spread	Harga	Volume	Volatilitas
Standar Deviasi	0.04999	276.12050	2720444	1.96649
Skewness	2.97171	1.22023	3.38118	0.83795
Kurtosis	12.79319	4.05398	15.81845	4.00628

Dalam distribusi normal, umumnya nilai *mean* hampir sama dengan *median*. Namun pada keempat variabel diatas nilai *mean* jauh berbeda dengan nilai *median*. Selanjutnya adalah *skewness*. *Skewness* adalah derajat ketidaksimetrisan suatu distribusi. Jika kurva frekuensi suatu distribusi memiliki ekor yang lebih memanjang ke kanan (dilihat dari meannya) maka dikatakan menceng kanan (positif) dan jika sebaliknya maka menceng kiri (negatif). Distribusi normal dan distribusi simetris lainnya seperti distribusi t memiliki *skewness* sama dengan 0 (nol). Dari keempat variabel diatas, tidak ada variabel yang memiliki nilai *skewness* sama dengan nol sehingga dapat dikatakan data-data variabel yang digunakan tidak terdistribusi secara normal.

Kurtosis adalah derajat keruncingan suatu distribusi. *Kutosis* biasanya diukur relatif terhadap distribusi normal. Kurva yang lebih lebih runcing dari distribusi normal dinamakan leptokurtik, yang lebih datar di sebut platikurtik dan distribusi normal disebut mesokurtik. Distribusi normal memiliki kurtosis sama dengan tiga, sementara distribusi yang leptokurtik biasanya kurtosisnya lebih besar dari tiga dan platikurtik lebih kecil dari tiga. Dari keempat variabel diatas tidak satupun yang memiliki nilai kurtosis sama dengan tiga, sehingga kurva yang terbentuk akan lebih landai dibandingkan jika data terdistribusi secara normal.

Tabel 4.2. Statitik deskriptif variable *bid-ask spread*, harga, volume, dan volatilitas setelah dilakukan transformasi logaritma (Ln)

	Variabel			
	Ln Bid-Ask Spread	Ln Harga	Ln Volume	Ln Volatilitas
Mean	-3.4768451	5.64657	13.10073	0.16110
Median	-3.5953456	5.60504	13.05464	0.85539

Tabel 4.2. (lanjutan) Statistika deskriptif variabel *bid-ask spread*, harga, volume, dan volatilitas setelah dilakukan transformasi logaritma (Ln)

	Variabel			
	Bid-Ask Spread	Harga	Volume	Volatilitas
Maximum	-1.2990809	7.05387	16.51790	2.14254
Minimum	-5.1418938	4.46399	9.70096	-4.61877
Standar Deviasi	0.8177132	0.74328	1.66149	1.95838
Skewness	0.546236	0.12473	-0.10815	-1.54760
Kurtosis	0.3021041	-1.13642	-0.55594	0.89329

Setelah dilakukan transformasi logaritma terhadap keempat variabel, terlihat nilai mean yang sudah mendekati nilai median dan *skewness* yang lebih mendekati nol dibandingkan data sebelum ditransformasi. Sehingga dapat dikatakan data telah memiliki sebaran yang lebih mendekati normal dibandingkan sebelum dilakukan transformasi.

4.2. Pengujian Likuiditas Saham

4.2.1 Pengujian *Relative Bid Ask Spread*

Metode pertama yang digunakan adalah *Relative Bid-Ask Spread* (BAS). BAS sering sekali digunakan untuk menghitung likuiditas sebuah saham. Semakin kecil *spread* sebuah saham maka semakin tinggi likuiditasnya. Berikut adalah saham-saham yang memiliki data harian yang lengkap sehingga dapat digunakan sebagai sampel dalam penelitian ini:

Tabel 4.3. Daftar Emiten yang akan digunakan sebagai *sample* dalam penelitian

Publikasi	Nama Saham	Kode	Publikasi
1	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	AISA	04-Feb-09
2	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	AISA	19-Agust-09
3	Arwana Citramulia Tbk	ARNA	07-Agust-09
4	Arwana Citramulia Tbk	ARNA	16-Feb-10
5	Duta Graha Indah Tbk	DGIK	28-Des-09
6	Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	10-Sep-09

Tabel 4.3.(lanjutan) Daftar Emiten yang akan digunakan sebagai *sample* dalam penelitian

Publikasi	Nama Saham	Kode	Publikasi
7	Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	23-Feb-10
8	Kedawang Setia Industrial Tbk	KDSI	06-Mar-09
9	Kedawang Setia Industrial Tbk	KDSI	04-Sep-09
10	Kokoh Inti Arebama Tbk	KOIN	16-Dec-09
11	Multistrada Arah Sarana Tbk	MASA	15-Jan-10
12	Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	31-Jul-09
13	Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	08-Apr-10
14	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	PDES	28-Dec-09
15	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA	04-Sep-09
16	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA	19-Mar-10
17	Selamat Sempurna Tbk	SMSM	16-Okt-09
18	Panorama Transportasi Tbk	WEHA	02-Jul-09
19	Panorama Transportasi Tbk	WEHA	09-Feb-10
20	Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS	20-Agust-09
21	Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS	25-Feb-10

Dari tiga puluh publikasi yang dilakukan oleh PEFINDO dalam kurun waktu penelitian, hanya 21 publikasi yang memiliki data harian lengkap. Sehingga perhitungan dengan menggunakan metode *Bid-Ask Spread* hanya menggunakan 21 publikasi. Menurunnya nilai *spread* menunjukkan bahwa biaya yang harus dikeluarkan oleh investor untuk segera melakukan transaksi menjadi lebih murah dibandingkan dengan yang memiliki BAS besar. Sampel yang terdapat pada tabel 4.3 kemudian dilengkapi dengan data transaksi harian untuk periode H-30 sebelum publikasi dan H+30 setelah publikasi. Setelah data diurutkan, langkah berikutnya adalah menghitung *Relative Bid-Ask Spread* (BAS) untuk setiap tanggal dengan menggunakan persamaan 3.1 *Relative Bid Ask Spread* pada halaman 22. Tabel 4.4 berikut adalah contoh perhitungan BAS untuk saham AISA (Tiga Pilar Sejahtera Food) yang melakukan publikasi pada tanggal 19 Agustus 2009.

Tabel 4.4. Perhitungan BAS saham AISA dengan publikasi tanggal 19 Agustus 2009

Waktu	Tanggal	Harga penutupan	Harga bid penutupan	Harga offer penutupan	Bid Ask Spread
-30	03-Jul-09	425	415	420	0.01198
-29	06-Jul-09	425	410	425	0.03593
-28	07-Jul-09	425	415	420	0.01198
-27	09-Jul-09	420	415	420	0.01198
-26	10-Jul-09	420	410	420	0.0241
-25	13-Jul-09	410	405	410	0.01227
-24	14-Jul-09	425	410	425	0.03593
-23	15-Jul-09	425	415	425	0.02381
-22	16-Jul-09	425	415	425	0.02381
-21	17-Jul-09	420	410	415	0.01212
-20	21-Jul-09	425	415	420	0.01198
-19	22-Jul-09	420	410	420	0.0241
-18	23-Jul-09	420	415	420	0.01198
-17	24-Jul-09	420	415	420	0.01198
-16	27-Jul-09	425	415	430	0.0355
-15	28-Jul-09	435	430	435	0.01156
-14	29-Jul-09	425	420	425	0.01183
-13	30-Jul-09	435	435	440	0.01143
-12	31-Jul-09	445	445	450	0.01117
-11	3-Aug-09	450	435	450	0.0339
-10	4-Aug-09	460	440	455	0.03352
-9	5-Aug-09	440	435	440	0.01143
-8	6-Aug-09	440	430	440	0.02299
-7	7-Aug-09	435	430	435	0.01156
-6	10-Aug-09	435	425	435	0.02326
-5	11-Aug-09	430	420	430	0.02353
-4	12-Aug-09	420	415	420	0.01198
-3	13-Aug-09	430	420	430	0.02353
-2	14-Aug-09	425	420	425	0.01183
-1	18-Aug-09	425	410	425	0.03593
0	19-Aug-09	420	415	420	Hari Publikasi

Tabel 4.4 (lanjutan). Perhitungan BAS saham AISA dengan publikasi tanggal 19 Agustus 2009

Waktu	Tanggal	Harga penutupan	Harga bid penutupan	Harga offer penutupan	Bid Ask Spread
1	20-Aug-09	430	420	430	0.02353
2	21-Aug-09	420	420	425	0.01183
3	24-Aug-09	420	415	420	0.01198
4	25-Aug-09	415	410	415	0.01212
5	26-Aug-09	415	410	415	0.01212
6	27-Aug-09	415	410	415	0.01212
7	28-Aug-09	420	410	420	0.0241
8	31-Aug-09	420	410	420	0.0241
9	01-Sep-09	420	415	430	0.0355
10	02-Sep-09	415	410	415	0.01212
11	03-Sep-09	430	415	430	0.0355
12	04-Sep-09	420	420	430	0.02353
13	07-Sep-09	425	415	425	0.02381
14	08-Sep-09	425	420	425	0.01183
15	09-Sep-09	425	420	425	0.01183
16	10-Sep-09	425	420	425	0.01183
17	11-Sep-09	425	420	425	0.01183
18	14-Sep-09	420	420	425	0.01183
19	15-Sep-09	425	420	425	0.01183
20	16-Sep-09	435	430	435	0.01156
21	17-Sep-09	430	420	430	0.02353
22	24-Sep-09	420	410	420	0.0241
23	25-Sep-09	415	410	415	0.01212
24	28-Sep-09	410	405	410	0.01227
25	29-Sep-09	410	405	410	0.01227
26	30-Sep-09	410	405	410	0.01227
27	1-Oct-09	405	405	410	0.01227
28	2-Oct-09	405	400	405	0.01242
29	5-Oct-09	405	400	405	0.01242
30	6-Oct-09	400	400	405	0.01242

Setelah masing-masing hari memiliki *Relative* BAS, kemudian dihitung rata-rata dari *relative* BAS tersebut untuk periode H-30 sampai dengan H-1 sebelum publikasi dan H+1 sampai H+30 setelah publikasi dengan menggunakan persamaan 3.2 dan 3.3 pada halaman 22 dan 23 . Dengan menggunakan persamaan tersebut didapat:

- Rata-rata BAS sebelum publikasi H-30 sampai H-1 (μ_1) = 0.04713
- Rata-rata BAS sebelum publikasi H+1 sampai H+30 (μ_2) = 0.03020

Dengan langkah yang sama, rata-rata BAS untuk sebelum dan sesudah publikasi masing-masing emiten ditabulasi pada tabel 4.5 berikut ini:

Tabel 4.5. Tabulasi BAS untuk 21 publikasi

Publikasi	Kode	Tanggal Publikasi	Rata-rata <i>Relative Bid-Ask Spread</i>	
			Sebelum Publikasi	Sesudah Publikasi
1	AISA	04-Feb-09	4.71%	3.02%
2	AISA	19-Agust-09	1.96%	1.64%
3	ARNA	07-Agust-09	6.75%	3.92%
4	ARNA	16-Feb-10	6.23%	4.70%
5	DGIK	28-Des-09	1.34%	1.20%
6	JPRS	10-Sep-09	1.82%	1.94%
7	JPRS	23-Feb-10	2.40%	2.22%
8	KDSI	06-Mar-09	27.28%	7.70%
9	KDSI	04-Sep-09	4.81%	4.73%
10	KOIN	16-Des-09	0.81%	4.24%
11	MASA	15-Jan-10	1.82%	0.58%
12	MPPA	31-Jul-09	1.62%	1.62%
13	MPPA	08-Apr-10	1.41%	1.07%
14	PDES	28-Des-09	12.18%	18.89%
15	PJAA	04-Sep-09	2.62%	1.92%
16	PJAA	19-Mar-10	2.18%	1.84%
17	SMSM	16-Okt-09	6.65%	9.29%
18	WEHA	02-Jul-09	1.61%	2.12%
19	WEHA	09-Feb-10	7.94%	6.14%
20	YPAS	20-Agust-09	3.09%	3.57%
21	YPAS	25-Feb-10	3.37%	2.87%
Rata-Rata			4.89%	4.06%

a. Uji t Statistik

Setelah itu dilakukan uji t untuk melihat apakah terdapat perubahan signifikan yang terjadi terhadap *relative bid ask spread* sebelum dan sesudah publikasi. Dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

1. $H_0 : \mu_1 - \mu_2 \leq 0$

2. $H_1 : \mu_1 - \mu_2 > 0$

Hipotesis tersebut menyatakan bahwa terjadi penurunan *bid ask spread* setelah dilakukan publikasi. Berikut adalah hasil uji t rata-rata *Relative Bid-Ask Spread* yang telah dihitung untuk periode sebelum dan setelah publikasi:

Tabel 4.6. Tabulasi perbedaan rata-rata *Relative Bid-Ask Spread* sebelum dan sesudah publikasi

Publikasi	Kode	Tanggal Publikasi	Rata-rata <i>Relative Bid-Ask Spread</i>		Perbedaan
			Sebelum Publikasi	Sesudah Publikasi	
1	AISA	04-Feb-09	4.71%	3.02%	1.69%*
2	AISA	19-Agust-09	1.96%	1.64%	0.33%***
3	ARNA	07-Agust-09	6.75%	3.92%	2.82%*
4	ARNA	16-Feb-10	6.23%	4.70%	1.53%**
5	DGIK	28-Des-09	1.34%	1.20%	0.15%**
6	JPRS	10-Sep-09	1.82%	1.94%	-0.12%
7	JPRS	23-Feb-10	2.40%	2.22%	0.18%
8	KDSI	06-Mar-09	27.28%	7.70%	19.58%*
9	KDSI	04-Sep-09	4.81%	4.73%	0.08%
10	KOIN	16-Des-09	0.81%	4.24%	-3.43%
11	MASA	15-Jan-10	1.82%	0.58%	1.24%*
12	MPPA	31-Jul-09	1.62%	1.62%	0.00%
13	MPPA	08-Apr-10	1.41%	1.07%	0.34%***
14	PDES	28-Des-09	12.18%	18.89%	-6.71%
15	PJAA	04-Sep-09	2.62%	1.92%	0.70%*
16	PJAA	19-Mar-10	2.18%	1.84%	0.34%**
17	SMSM	16-Okt-09	6.65%	9.29%	-2.64%
18	WEHA	02-Jul-09	1.61%	2.12%	-0.51%
19	WEHA	09-Feb-10	7.94%	6.14%	1.80%**
20	YPAS	20-Agust-09	3.09%	3.57%	-0.47%

Tabel 4.6. (lanjutan) Tabulasi perbedaan rata-rata *Relative Bid-Ask Spread* sebelum dan sesudah publikasi

Publikasi	Kode	Tanggal Publikasi	Rata-rata <i>Relative Bid-Ask Spread</i>		Perbedaan
			Sebelum Publikasi	Sesudah Publikasi	
21	YPAS	25-Feb-10	3.37%	2.87%	0.50%***
Rata-rata			4.89%	4.06%	0.83%

Keterangan :

- * Signifikan pada $\alpha = 1\%$
- ** Signifikan pada $\alpha = 5\%$
- *** Signifikan pada $\alpha = 10\%$

Dari uji t yang dilakukan terhadap 21 publikasi, secara rata-rata terjadi penurunan *relative bid ask spread* sebesar 0.83 persen dari 4.89 persen menjadi 4.06 persen. Namun tidak semua saham mengalami penurunan *relative bid ask spread* yang signifikan bahkan beberapa diantaranya malah mengalami peningkatan *relative bid ask spread*. Dengan tingkat α maksimum sebesar 10 persen, terdapat dua belas publikasi yang berdampak secara signifikan menurunkan *relative bid ask spread* sahamnya yaitu AISA, ARNA, DGIK, KDSI, MASA, MPPA, PJAA, WEHA dan YPAS. Sedangkan sembilan publikasi yang lain tidak berhasil memberikan perubahan signifikan terhadap *relative bid ask spread* nya.

Dari uji t diatas dapat disimpulkan bahwa tidak semua *equity research report* yang dipublikasikan berdampak positif terhadap penurunan *relative bid ask spread*. Saham yang mengalami penurunan *relative bid ask spread* setelah publikasi mungkin juga disertai oleh peran serta emiten untuk lebih mensosialisasikan sahamnya. Untuk saham yang tidak mengalami penurunan, dibutuhkan sikap lebih proaktif dari emiten sehingga emiten tidak hanya mengandalkan *equity research report* untuk meningkatkan harga sahamnya.

a. Regresi Cross Sectional

Cross Sectional Test untuk menguji *relative bid ask spread* yang merupakan *proxy* dari likuiditas sebelum dan sesudah publikasi dengan memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi *relative spread* seperti harga, volatilitas *return* dan *volume*. Variabel kontrol yang digunakan dalam *cross section test* ini adalah harga, volume, volatilitas dan *dummy*. Adapun model yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$\ln \text{Relative Bid Ask}_t = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{Harga}_t + \beta_2 \ln \text{Volume}_t + \beta_3 \ln \text{Volatilitas}_t + \beta_4 \text{Dummy} + \epsilon_t$$

Berikut ini adalah data yang digunakan dalam regresi *Cross Section*, dengan *dependent* variabel *relative bid ask spread* dan *independent* variabel adalah harga, volume, volatilitas dan *dummy*.

Tabel 4.7 Data *dependent* variabel dan *independent* variabel dalam regresi *cross section*

Observasi	Kode Saham	Tanggal Publikasi	Variabel Terikat	Variabel Bebas			
			Ln_BAS	Ln_Harga	Ln_Volume	Ln_Volatilitas	Dummy
1	AISA	04-Feb-09	-3,05491	6,00224	13,85918	-3,98696	0
2	AISA	19-Agust-09	-3,93076	6,06068	15,13916	-4,05116	0
3	ARNA	07-Agust-09	-2,69621	5,71237	10,62694	-3,40745	0
4	ARNA	16-Feb-10	-2,77525	5,03587	12,33073	-4,61877	0
5	DGJK	28-Des-09	-4,31064	4,49536	15,96304	0,44447	0
6	JPRS	10-Sep-09	-4,00514	5,68131	14,25624	0,66654	0
7	JPRS	23-Feb-10	-3,72948	5,47716	12,57031	0,86771	0
8	KDSI	06-Mar-09	-1,29908	5,13029	12,39142	1,42755	0
9	KDSI	04-Sep-09	-3,03416	4,55388	9,78362	2,14254	0
10	KOIN	16-Des-09	-4,81049	4,84209	15,31512	0,85745	0
11	MASA	15-Jan-10	-4,00485	5,30198	15,18372	1,45408	0
12	MPPA	31-Jul-09	-4,12064	6,62760	13,42476	0,85333	0
13	MPPA	08-Apr-10	-4,26060	7,05387	14,21479	1,24213	0
14	PDES	28-Des-09	-2,10547	4,93447	9,70096	1,72199	0
15	PJAA	04-Sep-09	-3,64027	6,28848	12,01912	0,63800	0
16	PJAA	19-Mar-10	-3,82651	6,28227	11,56257	0,46714	0
17	SMSM	16-Okt-09	-2,71074	6,48514	11,68968	1,51032	0
18	WEHA	02-Jul-09	-4,13179	5,04514	13,57702	1,49354	0
19	WEHA	09-Feb-10	-2,53326	4,65997	12,31429	1,16273	0

Tabel 10 (Lanjutan). Data *dependent* variabel dan *independent* variabel dalam regresi *cross section*

Observasi	Kode Saham	Tanggal Publikasi	Variabel Terikat	Variabel Bebas			
				Ln BAS	Ln Harga	Ln Volume	Ln Volatilitas
20	YPAS	20-Agust-09	-3,47559	6,23310	12,13744	0,38277	0
21	YPAS	25-Feb-10	-3,39073	6,31173	11,21013	0,64757	0
1	AISA	04-Feb-09	-3,49983	5,95324	13,94968	-3,89265	1
2	AISA	19-Agust-09	-4,11246	6,03668	15,00033	-4,28067	1
3	ARNA	07-Agust-09	-3,23873	5,56346	14,26893	-2,27405	1
4	ARNA	16-Feb-10	-3,05700	5,21258	13,03990	-2,95155	1
5	DGIK	28-Des-09	-4,42694	4,46399	16,51790	0,69808	1
6	JPRS	10-Sep-09	-3,94121	5,64662	13,42137	0,67400	1
7	JPRS	23-Feb-10	-3,80816	5,55554	14,22816	1,53929	1
8	KDSI	06-Mar-09	-2,56355	5,15233	10,35290	1,10425	1
9	KDSI	04-Sep-09	-3,05104	4,70230	13,84490	2,04051	1
10	KOIN	16-Des-09	-3,16071	5,00685	13,03414	1,57776	1
11	MASA	15-Jan-10	-5,14189	5,23998	15,29725	0,68117	1
12	MPPA	31-Jul-09	-4,12187	6,78634	14,34455	1,02481	1
13	MPPA	08-Apr-10	-4,54004	7,05157	14,82910	1,32021	1
14	PDES	28-Des-09	-1,66645	4,86214	13,06938	1,31022	1
15	PJAA	04-Sep-09	-3,95144	6,284134	12,48827	0,698014	1
16	PJAA	19-Mar-10	-3,99595	6,433476	12,14296	0,922798	1
17	SMSM	16-Okt-09	-2,37637	6,514713	11,77109	1,097466	1
18	WEHA	02-Jul-09	-3,85365	5,141079	14,18126	1,349143	1
19	WEHA	09-Feb-10	-2,78991	4,691959	12,6514	1,148494	1
20	YPAS	20-Agust-09	-3,33331	6,315358	11,21205	0,810743	1
21	YPAS	25-Feb-10	-3,55042	6,326746	11,31508	0,252618	1

variabel *dummy* digunakan untuk membedakan antara data yang diambil sebelum dan setelah publikasi. Hal tersebut dilakukan guna melihat apakah variabel kontrol yang digunakan (harga, volume dan volatilitas) berpengaruh secara signifikan terhadap penurunan *relative bid ask spread*.

Berikut adalah hasil regresi *Cross Section* yang dilakukan terhadap keempat variabel kontrol diatas:

Tabel 4.8. Hasil regresi *cross section*

Variabel bebas	Variabel terikat		
	<i>Ln Relative Bid Ask spread</i>		
	koefisien	t- statistik	Probabilitas
Intersep	3.011	2.736	0.009
Ln Harga	-0.362	-2.843	0.007
Ln Volume	-0.342	-5.889	0.000
Ln Volatilitas Return	-0.065	-1.341	0.188
Dummy	0.101	0.538	0.593
Adjusted R squared 0.466			

Dalam berinvestasi, *bid ask spread* adalah salah satu faktor penting untuk menilai *return* investasi (Amihud Y. , 2002). *Bid-ask spread* adalah perbedaan yang terjadi antara harga jual dan harga beli untuk dapat segera melakukan transaksi. *Bid-Ask Spread* mencerminkan biaya yang harus dikeluarkan oleh investor untuk bertransaksi menjual dan membeli saham dengan cepat. Investor yang rasional cenderung untuk memilih saham dengan biaya transaksi yang kecil untuk dapat memaksimalkan *return* dan memperkecil risiko likuiditas. Semakin kecil nilai *spread*, berarti semakin likuid suatu saham dan semakin kecil risikonya. Sebaliknya, semakin besar *spread* semakin tidak likuid suatu saham dan semakin tinggi risikonya (Ekaputra, 2006). Dari penelitian terdahulu yang dilakukan terhadap empat puluh saham dengan nilai transaksi terbesar yang diperdagangkan di papan reguler BEI periode 28 Mei 2001 hingga 31 Oktober 2001 menggunakan metode yang sama didapatkan bahwa *adjusted R squared* sebesar 0.853. Dengan *adjusted R squared* lebih besar daari 80%, menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan (harga, volatilitas dan volume) mampu secara bersama-sama menjelaskan variabel terikatnya (*bid ask spread*) sebesar 85.3% .

Dari hasil resgresi *cross section* berikut adalah analisis koefisien untuk model *Ln Relative Bid Ask Spread*. Koefisien intersep bernilai 3.011 dan probabilitas sebesar 0.9 persen. Hal ini menunjukkan bahwa *unconditional mean bid ask spread* relatif

sebesar 3.011 yaitu rata-rata ln *relative bid ask spread* tanpa memperhatikan variabel kontrol. Dengan dilakukannya publikasi, diharapkan variabel dummy akan menghasilkan koefisien negatif sehingga rata-rata ln *relative bid ask spread* akan menurun.

Hasil regresi *cross-sectional* menunjukkan bahwa perubahan harga berpengaruh negatif terhadap tingkat *relative bid ask spread*. Hal ini tercermin dari koefisien hasil regresi sebesar -0.362. Hasil tersebut sesuai dengan dugaan awal penelitian ini. Dengan koefisien senilai -0.362, menunjukkan harga terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap *relative bid ask spread*. Setiap kenaikan harga sebanyak 1 persen akan menurunkan *bid ask spread* sebesar 0.362 persen. Dengan t statistik sebesar -2.834 dan probabilitas sebesar 0.7 persen dapat dinyatakan bahwa peningkatan harga secara signifikan mempengaruhi penurunan *bid ask spread* dengan signifikansi sebesar 0.7 persen.

Hasil regresi *cross-sectional* menunjukkan bahwa perubahan volume berpengaruh negatif terhadap tingkat *relative bid ask spread*. Hal ini tercermin dari koefisien sebesar -0.342. Hasil tersebut sesuai dengan dugaan awal penelitian ini. Dengan koefisien senilai -0.342, menunjukkan volume terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap *relative bid ask spread*. Setiap kenaikan volume sebanyak 1 persen akan menurunkan *bid ask spread* sebesar 0.342 persen. Dengan t statistik sebesar -5.889 dan probabilitas sebesar 0 persen, dapat disimpulkan bahwa peningkatan volume secara statistik terbukti signifikan mempengaruhi penurunan *bid ask spread*.

Hasil regresi *cross-sectional* menunjukkan bahwa perubahan volatilitas return berpengaruh negatif terhadap tingkat *relative bid ask spread*. Hal ini tercermin dari koefisien hasil regresi sebesar -0.065. Dengan koefisien senilai -0.065 menunjukkan volatilitas *return* terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap *relative bid ask spread*. Setiap kenaikan volatilitas *return* sebanyak 1 persen akan menurunkan *bid ask spread* sebesar 0.065 persen. Koefisien hasil yang diharapkan dalam penelitian tidak sesuai dengan dugaan awal, karena dugaan awal menginginkan koefisien hasil bernilai positif.

Hasil regresi untuk Dummy menghasilkan koefisien sebesar 0.101 dengan t statistik senilai 0.538 dan probabilitas sebesar 59.3 persen. Hasil regresi menunjukkan koefisien bernilai positif, sedangkan hasil yang diharapkan untuk koefisien dummy

bernilai negatif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa publikasi tidak terbukti menurunkan nilai *relative bid ask spread*.

Adjusted R squared atau koefisien determinasi menunjukkan seberapa besar *independent* variabel secara bersama-sama mampu menjelaskan *dependent* variabelnya. Dari hasil regresi didapat nilai *Adjusted R squared* sebesar 0.466 atau dengan kata lain harga, volume dan volatilitas *return* hanya mampu menjelaskan mengenai *relative bid ask spread* sebesar 46.6 persen. Dari empat variabel kontrol yang diuji hanya dua yang terbukti secara signifikan berpengaruh terhadap *relative bid ask spread* yaitu harga dan volume. Sedangkan 54.4 persen sisanya mungkin dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam penelitian ini. Perbedaan nilai *Adjusted R squared* yang diperoleh dalam penelitian ini dan penelitian terdahulu (Ekaputra, 2006) mungkin disebabkan oleh perbedaan sampel yang digunakan. Penelitian ini menggunakan saham-saham berkapitalisasi kecil, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan saham-saham berkapitalisasi besar.

4.2.2 Pengujian *Percentage of Zero Return*

Lesmond, Ogden, and Trzcinka (1999) memperkenalkan metode *zero return* yang menunjukkan proporsi hari dalam suatu periode dimana tidak terjadi perubahan harga saham atau *return* saham sama dengan nol. Terdapat dua alasan utama yang mendukung pernyataan ini, yang pertama adalah saham dengan tingkat likuiditas yang rendah lebih cenderung untuk memiliki volume perdagangan nol sehingga mengakibatkan harga tidak bergerak sama sekali (*zero return*). Yang kedua, meskipun volume perdagangan saham positif, saham dengan biaya transaksi yang lebih besar cenderung tidak menghasilkan informasi privat bagi pelaku pasar, sehingga perdagangan berlangsung pada tingkat harga yang sama (*zero return*).

Percentage of Zero Return digunakan untuk melihat seberapa sering sebuah saham dalam kurun periode pengujian tidak bergerak sama sekali. Saham yang tidak memiliki data harian *bid ask spread* yang lengkap tetap akan diuji likuiditasnya dengan menggunakan metode ini. Metode ini digunakan untuk melihat seberapa sering sebuah saham dalam kurun periode pengujian tidak bergerak sama sekali. Dari data *Return* harian, *return* yang bernilai nol akan mendapatkan nilai satu dan *return* yang bernilai lebih besar atau lebih kecil dari nol akan mendapat nilai nol. Metode ini dilakukan

untuk menghitung persentase harga saham yang tidak mengalami pergerakan dalam satu periode. Setelah diberi nilai, lalu nilai-nilai tersebut dijumlahkan. Data hasil penjumlahan lalu dibagi 30 untuk masing-masing kelompok (H-30 sampai H-1 dan H+1 sampai H+30) untuk mendapatkan *percentage of zero return* dengan persamaan 3.5 pada balaman 23. Tabel 4.9 adalah contoh perhitungan *percentage of zero return* untuk kode saham AISA publikasi 19 Oktober 2009

Tabel 4.9. Perhitungan *percentage of zero return* saham AISA

Waktu	Tanggal	Kode Saham	Harga Penutupan	Return	Zero return
	2-Jul-09	AISA	425		
-30	3-Jul-09	AISA	425	0	1
-29	6-Jul-09	AISA	425	0	1
-28	7-Jul-09	AISA	425	0	1
-27	9-Jul-09	AISA	420	-0.01176	0
-26	10-Jul-09	AISA	420	0	1
-25	13-Jul-09	AISA	410	-0.02381	0
-24	14-Jul-09	AISA	425	0.036585	0
-23	15-Jul-09	AISA	425	0	1
-22	16-Jul-09	AISA	425	0	1
-21	17-Jul-09	AISA	420	-0.01176	0
-20	21-Jul-09	AISA	425	0.011905	0
-19	22-Jul-09	AISA	420	-0.01176	0
-18	23-Jul-09	AISA	420	0	1
-17	24-Jul-09	AISA	420	0	1
-16	27-Jul-09	AISA	425	0.011905	0
-15	28-Jul-09	AISA	435	0.023529	0
-14	29-Jul-09	AISA	425	-0.02299	0
-13	30-Jul-09	AISA	435	0.023529	0
-12	31-Jul-09	AISA	445	0.022989	0
-11	3-Aug-09	AISA	450	0.011236	0
-10	4-Aug-09	AISA	460	0.022222	0
-9	5-Aug-09	AISA	440	-0.04348	0
-8	6-Aug-09	AISA	440	0	1
-7	7-Aug-09	AISA	435	-0.01136	0

Tabel 4.9 (Lanjutan). Perhitungan *percentage of zero return* saham AISA

Waktu	Tanggal	Kode Saham	Harga Penutupan	Return	Zero return
-6	10-Aug-09	AISA	435	0	1
-5	11-Aug-09	AISA	430	-0.01149	0
-4	12-Aug-09	AISA	420	-0.02326	0
-3	13-Aug-09	AISA	430	0.02381	0
-2	14-Aug-09	AISA	425	-0.01163	0
-1	18-Aug-09	AISA	425	0	1
0	19-Aug-09	AISA	420		
1	20-Aug-09	AISA	430	0.02381	0
2	21-Aug-09	AISA	420	-0.02326	0
3	24-Aug-09	AISA	420	0	1
4	25-Aug-09	AISA	415	-0.0119	0
5	26-Aug-09	AISA	415	0	1
6	27-Aug-09	AISA	415	0	1
7	28-Aug-09	AISA	420	0.012048	0
8	31-Aug-09	AISA	420	0	1
9	1-Sep-09	AISA	420	0	1
10	2-Sep-09	AISA	415	-0.0119	0
11	3-Sep-09	AISA	430	0.036145	0
12	4-Sep-09	AISA	420	-0.02326	0
13	7-Sep-09	AISA	425	0.011905	0
14	8-Sep-09	AISA	425	0	1
15	9-Sep-09	AISA	425	0	1
16	10-Sep-09	AISA	425	0	1
17	11-Sep-09	AISA	425	0	1
18	14-Sep-09	AISA	420	-0.01176	0
19	15-Sep-09	AISA	425	0.011905	0
20	16-Sep-09	AISA	435	0.023529	0
21	17-Sep-09	AISA	430	-0.01149	0
22	24-Sep-09	AISA	420	-0.02326	0
23	25-Sep-09	AISA	415	-0.0119	0
24	28-Sep-09	AISA	410	-0.01205	0

Tabel 4.9 (Lanjutan). Perhitungan *percentage of zero return* saham AISA

No. Hari	Tanggal	Nama Saham	Nomor Pembelian	Retorn	Zero return
25	29-Sep-09	AISA	410	0	1
26	30-Sep-09	AISA	410	0	1
27	1-Oct-09	AISA	405	-0.0122	0
28	2-Oct-09	AISA	405	0	1
29	5-Oct-09	AISA	405	0	1
30	6-Oct-09	AISA	400	-0.01235	0

Untuk data sebelum publikasi (H-30 sampai dengan H-1), nilai total *zero return* adalah sebelas dari 30 hari pengamatan, sehingga *percentage of zero return* untuk periode sebelum publikasi menjadi:

$$\text{Percentage of zero return sebelum publikasi: } \frac{11}{30} \times 100 = 36.67\%$$

dengan langkah yang sama diperoleh *percentage of zero return* untuk periode setelah publikasi sebesar 43.33 persen. Berikut adalah tabulasi *percentage of zero return* untuk masing-masing saham:

Tabel 4.10. *Percentage of Zero Return* saham sebelum dan setelah publikasi

Observasi	Nama Saham	Kode	Publikasi	Percentage of Zero Return		Perbedaan
				Sebelum Publikasi	Sesudah Publikasi	
1	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	AISA	04-Feb-09	0.43333	0.33333	-0.10000
2	Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk	AISA	19-Agust-09	0.36667	0.43333	0.06667
3	Arwana Citramulia Tbk	ARNA	07-Agust-09	0.63333	0.30000	-0.33333
4	Arwana Citramulia Tbk	ARNA	16-Feb-10	0.56667	0.36667	-0.20000
5	Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	12-Okt-09	0.66667	0.90000	0.23333
6	Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	22-Apr-10	0.46667	0.28000	-0.18667
7	Cowell Development Tbk	COWL	21-Jan-10	0.13333	0.06667	-0.06667
8	Duta Graha Indah Tbk	DGIK	28-Dec-09	0.36667	0.30000	-0.06667
9	Fortune Indonesia Tbk	FORU	30-Dec-09	0.23333	0.56667	0.33333
10	Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	10-Sep-09	0.23333	0.30000	0.06667
11	Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	23-Feb-10	0.40000	0.23333	-0.16667
12	Jasindo Tiga Perkasa Tbk	JTPE	30-Jun-09	0.90000	1.00000	0.10000
13	Jasindo Tiga Perkasa Tbk	JTPE	03-Feb-10	1.00000	1.00000	0.00000
14	Kedawung Setia Industrial Tbk	KDSI	06-Mar-09	0.86667	0.26667	-0.60000
15	Kedawung Setia Industrial Tbk	KDSI	04-Sep-09	0.26667	0.30000	0.03333
16	Resource Alam Indonesia Tbk	KKGI	12-Nop-09	0.90000	0.76667	-0.13333
17	Kokoh Inti Arebama Tbk	KOIN	16-Dec-09	0.23333	0.16667	-0.06667
18	Malindo Feedmill Tbk	MAIN	28-Dec-09	0.53333	0.50000	-0.03333
19	Multistrade Arah Sarana Tbk	MASA	15-Jan-10	0.30000	0.10000	-0.20000

Tabel 4.10 (Lanjutan). *Percentage of Zero Return* saham sebelum dan setelah publikasi

Observasi	Nama Saham	Kode	Publikasi	<i>Percentage of Zero Return</i>		Perbedaan
				Sebelum Publikasi	Sesudah Publikasi	
20	Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	31-Jul-09	0.23333	0.26667	0.03333
21	Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	08-Apr-10	0.06667	0.23333	0.16667
22	Destinasi Tirta Nusantara Tbk	PDES	28-Dec-09	0.73333	0.73333	0.00000
23	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA	04-Sep-09	0.40000	0.36667	-0.03333
24	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	PJAA	19-Mar-10	0.50000	0.36667	-0.13333
25	Selamat Sempurna Tbk	SMSM	06-Mar-09	0.86667	0.90000	0.03333
26	Selamat Sempurna Tbk	SMSM	16-Okt-09	0.50000	0.80000	0.30000
27	Panorama Transportasi Tbk	WEHA	02-Jul-09	0.33333	0.33333	0.00000
28	Panorama Transportasi Tbk	WEHA	09-Feb-10	0.73333	0.43333	-0.30000
29	Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS	20-Agust-09	0.43333	0.50000	0.06667
30	Yanaprima Hastapersada Tbk	YPAS	25-Feb-10	0.33333	0.50000	0.16667
Rata-Rata				0.48030	0.48412	0.00382

Secara rata-rata *percentage of zero return* sebelum dan sesudah publikasi mengalami penurunan sebesar 3.4 persen dari 43.78 persen menjadi 45.38 persen. Dari tiga puluh kali publikasi, lima belas publikasi mengalami penurunan *percentage of zero return*. Sebelas diantaranya berhasil mengalami penurunan lebih dari sepuluh persen, saham-saham tersebut adalah KDSI dengan penurunan tertinggi sebanyak enam puluh persen, WEHA sebanyak tiga puluh persen, MASA dan ARNA sebanyak dua puluh persen, BTON sebesar 18.67 persen, BTON sebesar 16.67 persen, PJAA dan KGGI sebanyak 13.33 persen dan AISA sebanyak sepuluh persen. Sedangkan saham yang mengalami penurunan *percentage of zero return* di bawah sepuluh persen yaitu COWL, DGIK, KOIN dan MAIN.

Uji *t* terhadap *Percentage of Zero Return* sebelum dan sesudah publikasi dilakukan untuk membuktikan apakah terdapat penurunan yang signifikan terhadap *Percentage of Zero Return* setelah dilakukannya publikasi di laman PT PEFINDO terhadap rata-rata semua saham sebelum dan setelah publikasi. Berikut adalah hipotesis untuk *percentage of zero return*:

1. $H_0 : \mu_1 - \mu_2 \leq 0$
2. $H_1 : \mu_1 - \mu_2 > 0$

Hipotesis pertama menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *percentage of zero return* sebelum maupun sesudah publikasi, sedangkan hipotesis kedua menyatakan bahwa terjadi penurunan *percentage of zero return* setelah publikasi. Berikut adalah hasil uji *t* terhadap ke tiga puluh publikasi diatas:

Tabel 4.11. Hasil Uji *t* *percentage of zero return*

	Sebelum Publikasi	Setelah Publikasi
Rata-rata	0.48778	0.45378
Varian	0.06264	0.06938
Jumlah publikasi	30.00000	30.00000
Korelasi Pearson	0.72201	
df	29.00000	
t Stat	0.97043	
P(T<=t) one-tail	0.169	
t Critical one-tail	1.699	

Pada $\alpha = 5$ persen dengan t statistik sebesar 0.97043 lebih kecil dari t *Critical one-tail* sebesar 1.699, terlihat bahwa hipotesis pertama (H_0) tidak ditolak, dan dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi penurunan *percentage of zero return* setelah adanya publikasi.

Dari hasil uji t diatas ternyata publikasi yang dilakukan tidak terbukti secara signifikan mampu menyebabkan perubahan harga saham dan berindikasi pada peningkatan likuiditas. Selain dapat di lihat dari *depth*, *breadth* dan *resiliency* nya, likuiditas sebuah saham juga dapat dilihat dari *return* per periode (Datar & Narayan Y Naik, 1998). Perubahan harga saham bisa ditandai dengan peningkatan atau penurunan harga saham. Dengan hasil uji tersebut menunjukkan bahwa saham masih sering tidak bergerak sebesar 45.378 persen walaupun dengan adanya publikasi. Seperti telah dijelaskan bahwa pergerakan harga saham tidak semata-mata dipengaruhi oleh *earning announcement* dalam *equity research report* tapi ada faktor lain yang berpengaruh seperti faktor sentimen, dan faktor fundamental. Faktor sentimen mungkin dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, sebagaimana sampel perusahaan yang digunakan adalah perusahaan dengan kapitalisasi pasar kecil. Adanya sentimen negatif investor yang menganggap saham dengan kapitalisasi pasar yang kecil cenderung tidak likuid sehingga memiliki risiko yang lebih besar daripada saham dengan yang berkapitalisasi pasar besar (Amihud & H, 1986).

BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mempelajari apakah *equity research report* analisis PEFINDO yang dipublikasikan di laman PT PEFINDO berpengaruh terhadap peningkatan likuiditas saham sebuah emiten melalui penurunan nilai *relative ask spread* dan *percentage of zero return*. Pengujian terhadap *relative bid ask spread* dilakukan terhadap masing-masing saham sebelum dan setelah publikasi dengan menggunakan uji t dan uji *cross section* dengan mempertimbangkan empat variabel kontrol yaitu harga, volume, volatilitas return dan dummy. Sedangkan pengujian dengan menggunakan metode *percentage of zero return* dimaksudkan untuk melengkapi hasil analisis, karena beberapa saham dalam sampel tidak memiliki *data bid-ask spread* harian yang lengkap. Pengujian terhadap *percentage of zero return* sebelum dan setelah publikasi dilakukan dengan menggunakan uji t statistik.

- a. Dari uji t yang dilakukan terhadap 21 publikasi yang digunakan dengan menggunakan metode *bid ask spread* ternyata secara rata-rata terjadi penurunan *relative bid ask spread* sebesar 0.83 persen dari 4.89 persen menjadi 4.06 persen. Namun tidak semua publikasi berdampak secara signifikan berhasil menurunkan *relative bid ask spread* sahamnya. Dengan tingkat α maksimum sebesar 10 persen terdapat dua belas publikasi yang terbukti secara signifikan mengalami penurunan *bid ask spread*. Dengan $\alpha = 1$ persen, saham yang mengalami penurunan signifikan adalah AISA, ARNA, KDSI, MASA dan PJAA. Untuk $\alpha = 5$ persen, saham yang mengalami penurunan signifikan adalah ARNA, DGIK, PJAA dan WEHA. Sedangkan untuk $\alpha = 10$ persen, saham yang mengalami penurunan signifikan adalah AISA, MPPA dan YPAS.
- b. Dengan memperhatikan variabel kontrol yaitu harga, volume, volatilitas *return* dan *dummy* pada uji *cross section*, ditemukan bahwa hanya dua variabel kontrol yang terbukti secara signifikan berpengaruh terhadap *relative bid ask spread* yaitu harga dan volume. Sedangkan volatilitas *return* dan *dummy* tidak terbukti memiliki pengaruh terhadap *relative bid ask spread*. Dari hasil regresi didapat nilai *Adjusted R squared* sebesar 0.466 atau dengan kata lain variasi harga, volume, volatilitas *return* dan *dummy* secara bersama-sama hanya mampu menjelaskan mengenai *relative bid*

ask spread sebesar 46.6 persen, sedangkan 54.4 persen sisanya dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang berpengaruh namun tidak diikutsertakan model dalam penelitian ini. Berdasarkan koefisien hasil regresi variabel *dummy* dapat disimpulkan bahwa publikasi tidak terbukti secara signifikan dapat menurunkan nilai *relative bid ask spread*.

- c. Pengujian selanjutnya adalah dengan menggunakan metode *percentage of zero return*. Ukuran sampel dalam penelitian ini tiga puluh yang terdiri dari saham (publikasi) yang tidak memiliki data harian yang lengkap dan saham (publikasi) yang sebelumnya dihitung dengan menggunakan metode *bid ask spread*. *Percentage of zero return* digunakan untuk melihat seberapa sering sebuah saham dalam kurun periode pengujian tidak bergerak sama sekali. Secara rata-rata *percentage of zero return* sebelum dan sesudah publikasi mengalami penurunan sebesar 3.4 persen dari 43.78 persen menjadi 45.38 persen. Dari tiga puluh kali publikasi, lima belas publikasi mengalami penurunan *percentage of zero return*. Sebelas diantaranya berhasil mengalami penurunan lebih dari sepuluh persen, saham-saham tersebut adalah KDSI dengan penurunan tertinggi sebanyak enam puluh persen, WEHA sebanyak tiga puluh persen, MASA dan ARNA sebanyak dua puluh persen, BTON sebesar 18.67 persen, BTON sebesar 16.67 persen, PJAA dan KGGI sebanyak 13.33 persen dan AISA sebanyak sepuluh persen. Sedangkan saham yang mengalami penurunan *percentage of zero return* di bawah sepuluh persen yaitu COWL, DGIK, KOIN dan MAIN.

Uji *t* terhadap *Percentage of Zero Return* sebelum dan sesudah publikasi dilakukan untuk membuktikan apakah terdapat penurunan yang signifikan terhadap *Percentage of Zero Return* setelah dilakukannya publikasi di laman-PT PEFINDO terhadap rata-rata semua saham sebelum dan setelah publikasi. Pada $\alpha = 5$ persen dengan *t* statistik sebesar 0.97043 lebih kecil dari *t Critical one-tail* sebesar 1.699, dapat disimpulkan bahwa publikasi yang dilakukan tidak terbukti secara signifikan mampu menyebabkan perubahan harga saham yang berindikasi terhadap peningkatan likuiditas.

Dari dua metode pengujian yang dilakukan terhadap likuiditas dengan *proxy bid ask spread* dan *percentage of zero return* yang diuji baik dengan uji *t* maupun *cross section*, hasilnya sama-sama menunjukkan bahwa publikasi *equity research report* yang dilakukan di

laman PEFINDO belum mampu meningkatkan likuiditas saham. Meskipun terdapat beberapa saham yang mengalami peningkatan likuiditas setelah adanya publikasi, namun masih banyak juga saham yang tidak mengalami peningkatan likuiditas. Hal ini menunjukkan bahwa publikasi *equity research report* bukan satu-satunya faktor yang dapat menyebabkan meningkatnya likuiditas saham, sehingga emiten tidak dapat hanya bergantung pada publikasi saja untuk dapat meningkatkan minat investor.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil pengujian yang dilakukan, disimpulkan bahwa *equity research report* belum mampu meningkatkan likuiditas sebuah saham. Hal ini mungkin akan berbeda jika *equity research report* yang dipublikasi merupakan laporan saham emiten besar. Perlu usaha yang lebih bagi emiten kecil maupun menengah untuk dapat meningkatkan minat beli investor. Publikasi harus terus dilakukan namun media yang digunakan tidak hanya melalui laman PEFINDO tapi juga media-media lain yang bisa dijangkau oleh semua investor seperti koran dan majalah. Pencitraan juga harus dilakukan oleh para emiten tersebut agar sahamnya lebih dikenal masyarakat. Hal tersebut dapat dilakukan dengan meningkatkan kinerja perusahaan, secara proaktif memperkenalkan saham mereka di media baik cetak maupun elektronik hingga bekerja sama dengan para manajer investasi untuk memasukkan saham mereka ke dalam portfolio mereka.

Karena penelitian ini memiliki beberapa kelemahan seperti ukuran sampel yang kecil dan terdapat beberapa data yang tidak digunakan karena data yang tidak lengkap sehingga hasilnya belum sepenuhnya dapat menjelaskan tentang likuiditas. Untuk menjadi tambahan dalam penelitian selanjutnya adalah menggunakan lebih banyak sampel dan publikasi yang tidak hanya dilakukan di laman PEFINDO.

Penelitian ini belum mempelajari reaksi pasar terhadap publikasi *equity research report*. Karena itu, disarankan dalam penelitian selanjutnya dipelajari juga apakah reaksi pasar terhadap publikasi yang dihasilkan oleh PEFINDO. Seandainya pasar bereaksi positif, maka seharusnya terjadi *abnormal return* positif setelah publikasi dilakukan.

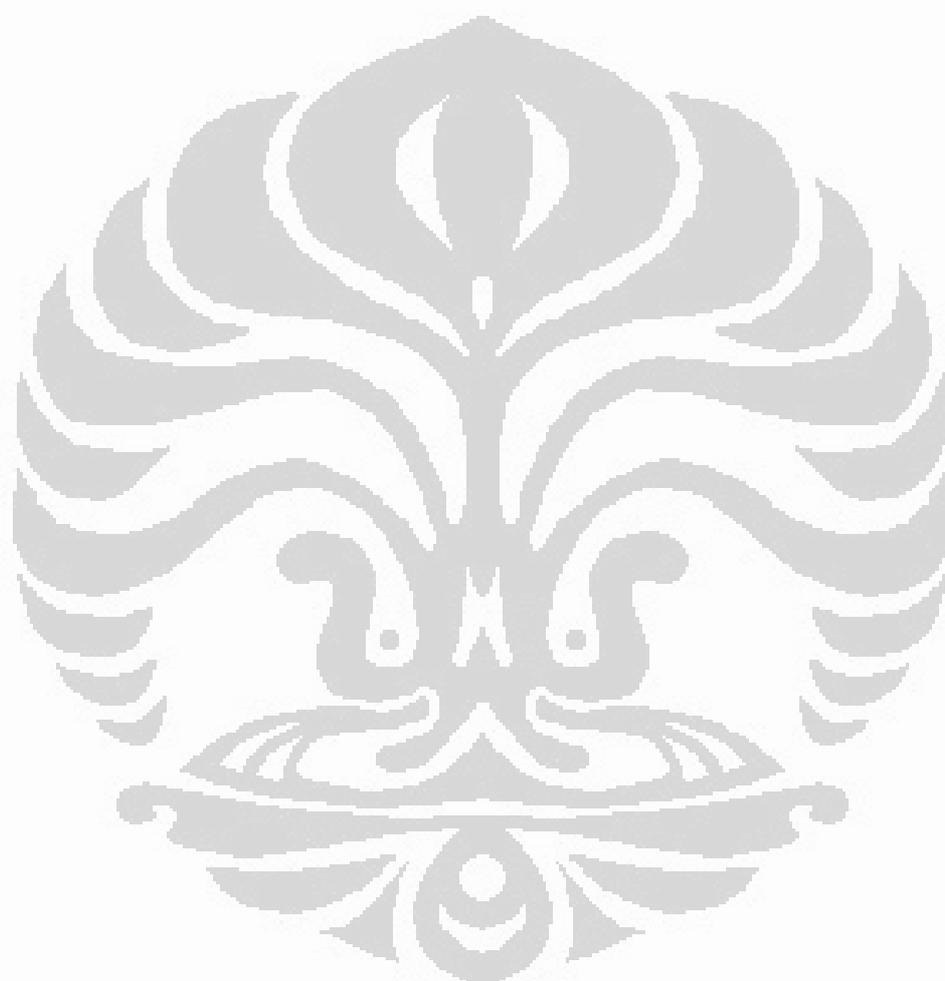
DAFTAR PUSTAKA

- Abhyankar, A., & R.J Limmack, D. E. (1997, April). Bid Ask Spread, Trading Volume and Volatility ; Intra-day Evidence from the London Stock Exchange. *Journal of Business Finance and Accounting* , 24 (3) & (4).
- Admati, A. R., & Fleiderer, P. (1988). A Theory of Intraday Paterns: Volume and Price Variability. *The Review of Financial Studies* , 3-40.
- Aitken, M., & Comerton-Forde, C. (2003). How Should Liquidity Be Measured. *Pacific Basin Finance Journal* , 11, 45-59.
- Aitken, M., & Frino, A. (1996, May). The Determinants of market Bid Ask Spreads on The Australian Stock Exchange: Cross Section Analysis. *Journal of Accounting and Finance* 51-63.
- Aitken, M., Frino, & Madhoo. (1997). Is Threere an Optimum Thick Size? *ASX Perspective* , 41-45.
- Amihud, & Yakov and Mendelsen, H. a. (2005). *Liquidity and Asset Prices*. Munich: University Library of Munich.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and Stock Return : Cross Section & Time Series Effects. *Journal of Financial Market* , 31-56.
- Amihud, Y., & Mendelsen. (1986). Asset Pricing and the Bid Ask Spread. *Journal of Financial Economic* 17, 223-249.
- Ane, T., & Rangau, L. U. (2008). Does Trading Volume Really Explain Stock return Volatility. *International Financial Market, Institution and money* 18, 216-235.
- Asquith, P., & Andrea S.Au, M. B. (2005). Information Content of Equity Analyst Report. *Journal of Financial Economics* 75 , 245-282.
- Bae, K. H., & Hasung Jang, K. S. (2003). Trader's Choice Between Limit and Market Order : Evidence from NYSE Stock. *Journal of Financial Market* , 517-538.

- Baker, H. K., & Powell, G. E. (1993). Further Evidence on Managerial Motives for Stock Split. *Quarterly journal of business and economics* (32), 20-31.
- Bodie, Z., & Alex Kane, A. J. (2009). *Investment*. New York: Mc Graw Hill.
- Brockman, P., & Chung, D. (1999). Bid Ask Spread Components in an Order Driven Enviroment. *Journal of Financial research*
- Cheng, S. R. (2007). A Study on the Factors Affecting Stock Liquidity. *International Journal of Services and Standars* , 3, 453-457.
- Chordia, T., & Subrahmanyam, A. (2000). Commonality in Liquidity. *Journal of Financial Economics* 56 , 3-28.
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information Effects of the Bid Ask Spread. *journal of Finance* , 1457-1469.
- Datar, V. T., & Narayan Y Naik, R. R. (1998). Liquidity and Stock Return : An Alternative Test. *Journal of Financila Markets* , 203-215.
- Demsetz, H. (1968). The Cost of Transaction. *Quarterly Journal of Economics* 82 , 33-53.
- Ekaputra, I. A. (2006). Determinan Intraday Bid-Ask Spread Saham di Bursa Efek Jakarta. *Manajemen Usahawan* , No 05, 8-12.
- Ekaputra, I. A., & Ahmad, B. (2007). The Impact of Thick Size Reduction on Liquidity and Order Strategy : Evidence from the Jakarta Stock Exchange (JSX). *Economics an Finance in Indonesia Vol 55(1)* , 89-104.
- Ekaputra, I. A., & Eka Putri, O. Z. (2006). Stock Split, Fraksi Perdagangan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta. *Usahawan* 12, 20-24.
- Erwin, G. R., & Miller, J. M. (1998). The Liquidity Effect Associated with Addition of a Stock to The S&P 500 Idex: Evidence from Bid Ask Spreads . *Financial Review* , 131-146.
- Fama, E. F. (1965). Random Walk in Stock Market Prices. *Financial Analyst Journal* .
- Fernandez, F. (1999). *Liquidity Risk*. SIA Working Paper

- Foster, G. (1981). Intra-industry Information Transfer associated with earning releases. *Journal of Accounting and Economics* 3, 201-232.
- Frankel, R., & Joseph Weber, S. K. (2006). Determinants of the informativeness of Analyst Research. *Journal of Accounting and Economics* , 29-54.
- Gujarati, & Porter. (2009). *Basic Econometrics*. Singapore: McGraw-Hill/Irwin.
- Harris, L. (2003). *Trading and Exchanges: Market Microstructure for Practioners*. New York: Oxford University Press.
- Hasbrouck, J., & Schwartz, R. A. (1988). Liquidity and Execution Costs in Equity Market. *Journal of Portfolio Management* , 10.
- Hasbrouck, J., & Seppi, D. J. (2001). Common Factors in Prices, Order Flows and Liquidity. *Journal of Financial Economics* , 383-411.
- Huang, J., & Srinivasan Sankaraguruswamy, G. M. (2009). The Value of Combining the Information Content of Analyst Recommendations and Target Prices. *Journal of Financial Markets* 12 , 754-777.
- Kavajecz, K. A., & White, E. R. (2001). Volatility and Market Structure. *Journal of financial market* 4, 359-384.
- Lesmond, D. A., Ogden, J. P., & Trzcinka, C. A. (1999). A New Estimate of Transaction Costs. *The Review of Financial Studies* , 12 (5), 1113-1141.
- Manganelli, S. (2005). Duration, Volume and Volatility Impact of Traders. *Journal of Financial Market* , 377-399.
- Ranaldo, A. (2001). Intraday Market Liquidity on the Swiss Stock Exchange. *Financial Market and Portfolio Management* 15 (3) , 309-327.
- Schultz, P. (2000). Stock Split, Tick Size and Sponsorship. *Jornal of Finance* 55 . 429-450.
- Scott, C. (2000). Smartmoney.com: The Cash Stash. *The Wallstreet Journal* .
- Tandelilin, E. (2010). *Portfolio dan Investasi, Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.

Wyss, Rico. (2004). *Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market*. *Universität St. Gallen: Dissertation*. Zürich



Hasil uji t terhadap publikasi AISA 4 Februari 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.047127	0.030203
Variance	0.000487	0.000108
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.24202	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	3.489713	
P(T<=t) one-tail	0.000783	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.001566	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi AISA 19 Agustus 2009

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.019628802	0.016367421
Variance	0.00009	0.00005
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.049116676	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	1.546030765	
P(T<=t) one-tail	0.066470719	
t Critical one-tail	1.699126996	
P(T<=t) two-tail	0.132941439	
t Critical two-tail	2.045229611	

Hasil uji t terhadap publikasi ARNA 7 Agustus 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.067460942	0.038356869
Variance	0.000788677	0.000800667
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.174693301	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	3.689301246	
P(T<=t) one-tail	0.000461727	
t Critical one-tail	1.699126996	
P(T<=t) two-tail	0.000923454	
t Critical two-tail	2.045229611	

Hasil uji t terhadap publikasi ARNA 16 Februari 2010

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.062333763	0.047028752
Variance	0.001547703	0.001597576
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.335502514	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	1.83359832	
P(T<=t) one-tail	0.038498103	
t Critical one-tail	1.699126996	
P(T<=t) two-tail	0.076996205	
t Critical two-tail	2.045229611	

Hasil uji t terhadap publikasi DGIK 28 Desember 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.013425	0.011951
Variance	0.00002	0.00001
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.362472	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	1.91371	
P(T<=t) one-tail	0.032787	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.065574	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi JPRS 10 September 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.018222	0.019425
Variance	1.87E-05	2.74E-05
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.13077	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	-0.91424	
P(T<=t) one-tail	0.184064	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.368129	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi JPRS 23 Februari 2010

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.024005	0.022189
Variance	0.00007	0.00005
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.041548	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	0.925447	
P(T<=t) one-tail	0.181186	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.362371	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi KDSI 6 Maret 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.272782386	0.077031
Variance	0.016648061	0.005309
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.478642076	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	9.41907917	
P(T<=t) one-tail	0.0000000001	
t Critical one-tail	1.6991269960	
P(T<=t) two-tail	0.0000000003	
t Critical two-tail	2.045229611	

Hasil uji t terhadap publikasi KDSI 4 September 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.048115	0.04731
Variance	0.000936	0.00025
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.18762	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	0.119307	
P(T<=t) one-tail	0.452927	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.905855	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi KOIN 16 Desember 2009

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.008143838	0.042396
Variance	0.000002	0.000882
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.200596376	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	-6.252050	
P(T<=t) one-tail	0.0000003998	
t Critical one-tail	1.6991269956	
P(T<=t) two-tail	0.0000007996	
t Critical two-tail	2.045230	

Hasil uji t terhadap publikasi MASA 15 January 2010

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.018227	0.005847
Variance	0.000247	2.83E-06
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.05392	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	4.266654	
P(T<=t) one-tail	0.000097	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.000193	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi MPPA 31 July 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.016234	0.016214
Variance	0.000040	0.000042
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.121371	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	0.012784	
P(T<=t) one-tail	0.494944	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.989887	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi MPPA 8 April 2010

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.014114	0.010673
Variance	0.00009	0.00002
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.10682	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	1.685792	
P(T<=t) one-tail	0.051284	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.102568	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi PDES 28 Desember 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.121789	0.188917
Variance	0.003236	0.001836
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.01707	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	-5.12083	
P(T<=t) one-tail	0.00001	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.00002	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi PJAA 4 September 2010

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.026245	0.019227
Variance	0.000113	1.14E-05
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.158	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	3.303064	
P(T<=t) one-tail	0.001273	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.002547	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi PJAA 19 Maret 2010

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.021786	0.01839
Variance	0.0000509	0.0000505
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.075963	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	1.780783	
P(T<=t) one-tail	0.042714	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.085427	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi SMSM 16 Oktober 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.066488	0.092887
Variance	0.002854	0.003504
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.292394	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	-2.1534	
P(T<=t) one-tail	0.019868	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.039737	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi WEHA 2 July 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.016054	0.021202
Variance	0.00017	0.000639
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.02961	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	-0.97947	
P(T<=t) one-tail	0.167725	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.33545	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi WEHA 9 February 2010

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.0794	0.061427
Variance	0.000563	0.001171
Observations	30	30
Pearson Correlation	-0.25888	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	2.121061	
P(T<=t) one-tail	0.021294	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.042588	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi YPAS 20 Agustus 2009

t-Test: Paired Two Sample for Means

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.030943	0.035675
Variance	0.000249	0.000498
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.148159	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	-1.02169	
P(T<=t) one-tail	0.157687	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.315374	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil uji t terhadap publikasi YPAS 25 February 2010

	<i>Variable 1</i>	<i>Variable 2</i>
Mean	0.033684	0.028713
Variance	0.000298	0.000125
Observations	30	30
Pearson Correlation	0.209761	
Hypothesized Mean Difference	0	
df	29	
t Stat	1.472491	
P(T<=t) one-tail	0.07583	
t Critical one-tail	1.699127	
P(T<=t) two-tail	0.151659	
t Critical two-tail	2.04523	

Hasil Regresi Cross Section Ln_Bid Ask Spread

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Dummy, Ln_Harga, Ln_Volatilitas, Ln_Volume(a)		Enter

a All requested variables entered.
 b Dependent Variable: Ln_Bas

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.720 ^a	.518	.466	.597502485

a. Predictors: (Constant), Dummy, Ln_Harga, Ln_Volatilitas, Ln_Volume

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	14.206	4	3.551	9.948	.000 ^a
	Residual	13.209	37	.357		
	Total	27.415	41			

a. Predictors: (Constant), Dummy, Ln_Harga, Ln_Volatilitas, Ln_Volume
 b. Dependent Variable: Ln_Bas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3.011	1.100		2.736	.009
	Ln_Harga	-.362	.127	-.329	-2.843	.007
	Ln_Volume	-.342	.058	-.696	-5.889	.000
	Ln_Volatilitas	-.065	.049	-.156	-1.341	.188
	Dummy	.101	.188	.063	.538	.593

a. Dependent Variable: Ln_Bas