

## **LEVERAGE KEUANGAN DAN LIKUIDITAS SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA**

**I Made Sudana dan Nurul Intan\***  
Universitas Airlangga

### **Abstract**

*This research focus on the effect of financial leverage on stock liquidity, with control variables included stock risk, return on assets, market capitalization, volume, institutional ownership during 2003-2004. This research used 86 manufacture company that listing in Jakarta Stock Exchange. Analysis method use multivariate regression. The result of partial multivariate regression indicates that financial leverage as independent variable and control variables include stock risk, return on assets, market capitalization, volume, institutional ownership have positive impact on stock liquidity. Independent variable is financial leverage and control variables include return on assets, volume, institutional ownership have significant impact on stock liquidity, while other control variables such as stock risk and market capitalization have not significant impact on stock liquidity. Simultaneously, financial leverage, stock risk, return on assets, market capitalization, volume, institutional ownership have significant impact on stock liquidity.*

*Keywords: financial leverage, stock risk, return on assets, market capitalization, volume, institutional ownership*

### **Pendahuluan**

Perusahaan dalam keputusan pembelanjannya dapat menggunakan sumber dana yang berupa utang atau modal sendiri. Secara teoritis penggunaan masing masing sumber dana harus disesuaikan dengan kebutuhan investasi, baik menyangkut jumlahnya maupun jangka waktu. Hal ini berarti investasi jangka panjang harus didanai dengan sumber dana jangka panjang, sedangkan investasi jangka pendek didanai dengan sumber dana jangka pendek. Apabila investasi jangka panjang didanai dengan utang jangka pendek, maka perusahaan akan kesulitan likuiditas, dan sebaliknya, jika perusahaan menggunakan dana jangka panjang berupa utang untuk investasi jangka pendek, akan menurunkan laba perusahaan, karena sumber dana jangka panjang biaya modalnya lebih tinggi daripada sumberdana jangka pendek.

Pada tahun 2002-2004 sumber dana yang digunakan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, dalam membelanjai investasinya lebih banyak menggunakan utang daripada modal sendiri. Hal ini ditunjukkan oleh rata-rata rasio

*leverage* keuangan (*debt to total assets ratio*) perusahaan-perusahaan manufaktur yang meningkat tiap tahunnya, seperti tampak pada tabel 1.

Tabel 1  
Rata-rata Rasio *Leverage* Keuangan Perusahaan Manufaktur

Tahun	Rasio leverage
2002	66 %
2003	67 %
2004	70 %

Sumber : Indonesia Capital Market Directory, diolah

Periode penelitian ini pada tahun 2003, yang menunjukkan kondisi ekonomi *prosperity*. Hal ini tercermin pada indikator ekonomi makro seperti peningkatan pertumbuhan ekonomi sebesar 4,5% lebih tinggi dibandingkan pada tahun 2002 sebesar 4,3%, laju inflasi sebesar 5,1 % lebih rendah dibandingkan dengan inflasi pada tahun 2002, suku bunga SBI mengalami penurunan dari 13,12 % pada tahun 2002 menjadi 8,34% pada tahun 2003 selain itu menurunnya suku bunga kredit baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Peningkatan *leverage* keuangan dapat berdampak positif dan negatif bagi pemegang saham, hal ini tergantung pada kondisi perekonomian. Pada saat kondisi ekonomi *prosperity*, peningkatan *leverage* keuangan disebabkan manajemen perusahaan semakin optimis terhadap prospek perusahaan di masa depan. Peningkatan *leverage* keuangan akan mengurangi *agency cost* antara pemegang saham dengan manajer, karena manajer harus memenuhi pembayaran bunga dan pokok sehingga manajer harus bekerja lebih disiplin. Selain itu peningkatan *leverage* keuangan juga disertai dengan meningkatnya *default risk* sehingga manajer harus mengambil keputusan investasi yang terbaik agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan. Hal itu akan mengurangi informasi asimetri antara manajer dan investor yang menimbulkan reaksi dari para investor untuk mengambil keputusan investasi terhadap saham perusahaan. Keputusan investasi terhadap saham perusahaan tersebut berbeda-beda tergantung dari harapan masing-masing investor. Salah satu investor berharap mendapatkan *capital gain* dengan melakukan penawaran jual saham sedangkan investor lain berharap mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang dengan melakukan permintaan beli saham tersebut di bursa. Peningkatan penawaran jual dan permintaan beli menyebabkan rentang harga penawaran jual (*ask price*) dan harga permintaan beli (*bid price*) sempit sehingga *bid-ask spread* saham rendah dan menunjukkan likuiditas saham tersebut tinggi.

Pada saat kondisi ekonomi resesi, peningkatan *leverage* keuangan berdampak negatif bagi pemegang saham. Pada kondisi resesi terjadi penurunan penjualan, sehingga perusahaan yang memiliki banyak utang akan kesulitan dalam membayar bunga karena laba yang diperoleh perusahaan menurun dan juga mengakibatkan

penurunan pembagian dividen kepada pemegang saham. Apabila perusahaan tersebut tidak dapat membayar bunga, maka perusahaan terancam kebangkrutan. Investor menganggap peningkatan *leverage* keuangan pada kondisi ekonomi resesi mengakibatkan penurunan laba dan menimbulkan reaksi negatif dari investor di bursa. Banyak investor yang melakukan penawaran jual untuk menghindari kerugian apabila terlalu lama memegang saham tersebut dan sangat sedikit atau bahkan tidak ada investor yang melakukan permintaan beli, sehingga rentang harga penawaran jual (*ask price*) dan harga permintaan beli (*bid price*) lebar akibatnya *bid-ask spread* saham tinggi karena terjadi penurunan aktivitas perdagangan dan menunjukkan likuiditas saham tersebut rendah.

Berdasarkan latar belakang pemikiran tersebut permasalahan yang dikaji dalam artikel ini adalah : apakah ada pengaruh *leverage* keuangan terhadap likuiditas saham perusahaan, dengan variabel kontrol risiko saham, *ROA*, kapitalisasi pasar, volume perdagangan, *institutional ownership* ?

## Landasan Teori dan Pengembangan Hipotesis

### *Leverage* Keuangan

Dalam penelitian ini *leverage* yang digunakan adalah *leverage* keuangan yang diukur dengan struktur keuangan, yaitu penggunaan seluruh utang untuk mendanai aktiva perusahaan. Pengertian *leverage* keuangan yang dikemukakan oleh Besley dan Brigham (2005, 382) yaitu "Financial leverage, which exists when a firm uses fixed income securities, such as debt and preferred stock, to raise capital". *Leverage* keuangan tersebut tidak membedakan utang jangka pendek dan utang jangka panjang.

Pembiayaan dengan menggunakan utang, memiliki beberapa implikasi, yaitu: 1. Memperoleh dana melalui utang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas sebesar modal disetor. 2. Kreditur melihat ekuitas, atau dana yang disetor pemilik untuk memberikan margin pengaman, apabila pemegang saham hanya memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan, maka risiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditur. 3. Jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibandingkan pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar, atau "*leveraged*".

Terdapat beberapa keuntungan penggunaan *leverage* keuangan bagi perusahaan, yaitu 1. Penggunaan utang dapat menghemat pajak. 2. Mendorong pihak manajemen lebih disiplin, sebagaimana yang dikemukakan oleh Jensen (1986); One way to introduce discipline into process is to force these firms to borrow money : borrowing creates the commitment to make interest and principal

payments, increasing the risk of default on projects with substandard returns. 3. Kreditor hanya mendapatkan bunga yang jumlahnya relatif tetap, sehingga apabila perusahaan memperoleh keuntungan maka merupakan klaim bagi pemegang saham. Di samping keuntungan penggunaan leverage keuangan juga dapat menimbulkan kerugian, yaitu 1. Terjadinya biaya kebangkrutan yang terdiri dari *legal fee* (yaitu biaya yang harus dibayar kepada para ahli hukum untuk menyelesaikan klaim), dan *distress price* (kekayaan perusahaan terpaksa dijual dengan harga murah sewaktu perusahaan dinyatakan bangkrut). 2. *Agency cost* antara pemegang saham dan kreditor. 3. Hilangnya fleksibilitas keuangan di masa mendatang

### Likuiditas Saham

Likuiditas saham merupakan salah satu faktor penting yang perlu dipertimbangkan investor dalam melakukan investasi pada saham. Walaupun pada dasarnya investasi saham bagi sebagian investor merupakan investasi jangka panjang dengan orientasi pada pendapatan dividen, namun bagi sebagian investor lainnya investasi saham merupakan investasi jangka pendek dengan orientasi pada *capital gain*. Bagi investor jangka pendek, likuiditas saham sangat penting, karena besar kecilnya keuntungan yang diperoleh sangat ditentukan oleh likuiditas saham yang dimilikinya. Menurut Madura (2003 : 3) : "Liquidity is degree to which securities can easily be liquidated (sold) without a loss of value". Likuiditas saham mencerminkan kecepatan dan kemudahan suatu saham diperjualbelikan tanpa adanya penurunan harga. Salah satu karakteristik saham yang penting untuk dipertimbangkan oleh investor di Bursa Efek adalah likuiditas saham. Semakin likuid suatu saham, maka semakin cepat dan mudah saham tersebut untuk diperjualbelikan atau dikonversi menjadi kas. Investor sebaiknya memilih saham yang likuid apabila investor tersebut melakukan investasi jangka pendek dengan tujuan untuk mendapatkan *capital gain*, karena saham yang likuid mudah dikonversi menjadi kas, sehingga dapat digunakan untuk mengantisipasi pola pendapatan dan pembiayaan yang tidak teratur serta untuk memenuhi kebutuhan yang mendadak.

Pengukuran likuiditas saham pada penelitian ini, diproksikan dengan *bid-ask spread*. Stoll (1989), menyatakan bahwa *bid-ask spread* merupakan fungsi dari tiga komponen biaya yang berasal dari :

#### 1. Biaya pemilikan saham (*inventory holding cost*).

Biaya pemilikan saham menunjukkan *trade-off* antara memiliki terlalu banyak saham dan memiliki sedikit saham. Banyak sedikitnya saham yang dipegang juga dapat ditunjukkan oleh lama tidaknya *trader* memegang saham tersebut. Apabila saham yang dimiliki sulit diperdagangkan, maka dengan terpaksa *trader* harus menahan dana yang tertanam pada saham dan juga

menanggung *opportunity cost*. *Opportunity cost* merupakan bagian terbesar dari biaya pemilikan saham (Halim dan Hidayat, 2000).

2. Biaya pemrosesan pesanan (*order processing costs*)

Biaya pemrosesan pesanan yaitu kompensasi bagi dealer atas jasanya menjalankan pesanan investor yang meliputi biaya administrasi, pelaporan, proses komputer, telepon, dan lain-lain.

3. Biaya informasi asimetri (*adverse selection costs*)

Timbulnya biaya informasi asimetri disebabkan oleh adanya dua pihak *trader* mempunyai dan mengakses informasi yang tidak sama. Pihak pertama adalah *informed trader* yang memiliki informasi *superior*, dan pihak lain adalah *uninformed trader* yang memiliki informasi *inferior*. Informasi asimetri menyebabkan munculnya perilaku *adverse selection* yaitu investor yang mempunyai informasi *superior* akan melakukan aksi jual ketika investor lain yang memiliki sedikit informasi memasang harga *bid* terlalu tinggi. Sebaliknya, investor yang memiliki informasi *superior* akan melakukan aksi beli ketika investor lain yang memiliki sedikit informasi memasang harga *ask* terlalu rendah, sehingga investor yang memiliki sedikit informasi akan mengalami risiko rugi.

### Mekanisme Transaksi Saham dan Pembentukan Harga di Bursa

Pelaksanaan perdagangan saham di Bursa dilakukan dengan menggunakan fasilitas JATS (*Jakarta Automated Trading System*) yaitu sistem perdagangan saham yang dilakukan secara otomatis dengan menggunakan sarana komputer. Pesanan dari nasabah yang dapat dilaksanakan di bursa oleh anggota bursa efek hanya pesanan terbatas (*limit order*) yaitu pesanan yang dilaksanakan oleh anggota bursa efek sampai dengan batas harga yang ditetapkan oleh nasabahnya. Pasar reguler dan pasar tunai merupakan pasar dimana perdagangan efek di bursa dilaksanakan berdasarkan proses tawar-menawar secara lelang yang berkesinambungan (*continuous auction market*) oleh anggota bursa efek melalui JATS. Pelaksanaan perdagangan di pasar reguler dan pasar tunai dimulai dengan prapembukaan. Tujuan dari prapembukaan adalah mengurangi *traffic jam* pada awal perdagangan, pembentukan harga yang lebih fair. Setelah prapembukaan maka proses tawar-menawar pada sesi perdagangan di pasar reguler dan pasar tunai berpedoman pada harga pembukaan. Pada periode prapembukaan dan sesi perdagangan, anggota bursa efek dapat memasukkan penawaran jual dan atau permintaan beli sesuai dengan ketentuan satuan perdagangan dan satuan perubahan harga (fraksi) serta ketentuan *auto rejection* (Kep-307/BEJ/12-2006).

Penawaran jual dan atau permintaan beli yang telah dimasukkan ke dalam JATS, akan diproses dengan memperhatikan prioritas harga (*price priority*) dan selanjutnya prioritas waktu (*time priority*). Prioritas harga mengacu pada permintaan beli pada harga yang lebih tinggi memiliki prioritas terhadap permintaan beli pada harga yang lebih rendah, sedangkan penawaran jual pada harga yang lebih rendah memiliki prioritas terhadap penawaran jual pada harga yang lebih tinggi. Prioritas waktu (*time priority*) yaitu untuk penawaran jual atau permintaan beli pada harga yang sama, prioritas diberikan kepada pihak yang terlebih dahulu memasukkan penawaran jual atau permintaan beli.

JATS mempertemukan penawaran jual atau permintaan beli dengan permintaan beli atau penawaran jual lainnya baik secara keseluruhan maupun sebagian untuk saham yang sama yang dimasukkan ke JATS. Transaksi dinyatakan berhasil apabila terjadi pertemuan atau *match* antara harga penawaran jual (*ask price*) terendah dengan harga permintaan beli (*bid price*) tertinggi sehingga diperoleh harga pasar saham. Apabila rentang dari *bid price* dan *ask price* sempit atau *bid-ask spread*-nya rendah maka pertemuan antara harga penawaran jual terendah dengan harga permintaan beli tertinggi lebih cepat terjadi, dan sebaliknya apabila rentang dari *bid price* dan *ask price* lebar atau *bid-ask spread*-nya tinggi maka pertemuan harga penawaran jual terendah dengan harga permintaan beli tertinggi lebih lambat terjadi. Pertemuan antara harga penawaran jual terendah dengan harga permintaan beli yang cepat terjadi karena *bid-ask spread*-nya rendah, menunjukkan likuiditas saham yang tinggi, dan sebaliknya.

## Faktor-faktor yang Mempengaruhi Likuiditas Saham

### 1. Leverage Keuangan

Keputusan pendanaan yang diambil manajemen perusahaan nampak pada *leverage* keuangan. Peningkatan *leverage* keuangan dapat berdampak positif dan negatif bagi pemegang saham, hal ini tergantung pada kondisi perekonomian. Pada saat kondisi ekonomi *prosperity*, manajemen perusahaan semakin optimis terhadap prospek perusahaan di masa depan sehingga mendorong manajemen menggunakan utang yang lebih besar. Kebijakan ini akan mengurangi *agency cost* antara pemegang saham dengan manajer, karena manajer harus memenuhi pembayaran bunga dan pokok sehingga manajer harus bekerja lebih disiplin. Hal ini sesuai dengan pendapat Jensen (1986), "that debt reduces agency costs or, put differently, managers who are responsible for meeting interest and principal payments of debt are forced to choose positive net present value projects". Selain itu peningkatan *leverage* keuangan juga disertai dengan meningkatnya *default risk* sehingga manajer harus mengambil keputusan investasi yang terbaik agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan kehilangan kontrol atas perusahaan dan reputasinya menjadi buruk. Hal ini konsisten dengan pendapat Grossman dan Hart

(1986) " increased default risk that accompanies high leverage may cause managers to make better investment decisions since bankruptcy may lead managers to lose control and reputation benefits".

Peningkatan *leverage* keuangan mendorong manajer untuk membuat keputusan investasi yang terbaik, sehingga akan mengurangi informasi asimetri antara manajer dan investor dan semakin rendah *bid-ask spread*, dengan kata lain likuiditas saham meningkat. Hal tersebut sesuai dengan pendapat Frieder, L. and Martell, Rodolfo (2006) bahwa " increased debt forces managers to make better investment decisions thereby reducing information asymmetry between managers and investors and, thus, increasing the liquidity of the firm's stock".

## 2. Risiko Saham

Apabila informasi suatu saham tidak pasti (*uncertainty*) atau terjadi peningkatan informasi asimetri maka volatilitas pendapatan saham semakin tinggi yang menunjukkan risiko saham yang semakin besar yaitu berupa peningkatan biaya *inventory holding* yang harus ditanggung oleh investor karena harus memegang saham dalam waktu yang lama dan peningkatan biaya *adverse selection*, bila *trader* yang memiliki sedikit informasi melakukan transaksi dengan *trader* yang memiliki informasi yang akurat, sehingga *trader* yang memiliki sedikit informasi akan mengalami risiko rugi. Peningkatan biaya *adverse selection* dan *inventory holding* mencerminkan *bid-ask spread* yang semakin tinggi sehingga pertemuan harga penawaran tertinggi dan permintaan terendah lebih lambat terjadi akibatnya saham tersebut sulit diperdagangkan dan tidak mudah dikonversi menjadi kas, ini berarti likuiditas saham tersebut rendah. Volatilitas memiliki hubungan yang positif dengan *spread*, seperti yang dikemukakan oleh Frieder dan Martell (2006) : "the correlation between spreads and volatility is significantly positive ... which accords with the idea that volatility of returns as risk measure is associated with higher spreads". Volatilitas pendapatan memiliki pengaruh yang negatif terhadap likuiditas saham.

## 3. Return on Asset

Dengan adanya laporan keuangan yang dipublikasikan, merupakan informasi yang tersedia bagi investor untuk menilai besarnya rasio *return on asset*. Semakin besar rasio *return on asset*, maka semakin efektif dan efisien perusahaan dalam menggunakan seluruh asset untuk menghasilkan laba. Hal tersebut merupakan salah satu informasi penting mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Pengumuman laporan keuangandapat mengurangi informasi yang tidak simetris antara manajer dan investor. Kondisi ini nampak pada peningkatan penawaran maupun permintaan saham perusahaan tersebut, sehingga *bid-ask spread*-nya menurun dan pertemuan antara harga penawaran jual terendah

dengan harga permintaan beli yang cepat terjadi, akibatnya likuiditas saham meningkat.

#### 4. Kapitalisasi Pasar

Besar kecilnya kapitalisasi saham suatu perusahaan ditentukan oleh salah satu atau kedua faktor, yaitu volume saham yang beredar dan harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Berhubung jumlah saham yang beredar relative tetap untuk jangka waktu tertentu, maka perubahan kapitalisasi saham yang terjadi di bursa dari waktu ke waktu lebih banyak disebabkan oleh naik turunnya harga pasar saham di bursa. Sharpe, Alexander, Bailey (1995: 73) menyatakan "semakin besar kapitalisasi perusahaan, semakin besar likuiditas untuk investasi tersebut". Kapitalisasi pasar saham yang besar mengindikasikan bawa saham tersebut sering diransaksikan oleh investor, karena *bid-ask spread* rendah, atau dengan kata lain likuiditas saham sahamnya tinggi.

#### 5. Volume Perdagangan

Investor melakukan transaksi perdagangan saham di Bursa Efek tergantung pada informasi mengenai perusahaan, yang menerbitkan saham. Easley, Kiefer, O'Hara, dan Paperman (1996) "suggest that the probability of an information based is lower in actively traded stocks". Semakin tinggi probabilitas informasi, maka akan terjadi penurunan volume perdagangan yang menyebabkan investor harus memegang saham dalam waktu yang lama sehingga meningkatkan biaya *inventory holding*, ini berarti semakin tinggi *bid-ask spread*, seperti yang dikemukakan oleh Frieder dan Martell (2006) : "volume is negatively related to spreads". Semakin tinggi *bid-ask spread* menunjukkan saham tersebut sulit untuk diperdagangkan atau menurunnya aktivitas perdagangan sehingga likuiditas saham tersebut rendah.

#### 6. Institutional Ownership

Investor institusi (*institutional ownership*) pada umumnya mempunyai informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan investor individu, sehingga investor institusi dapat mempengaruhi keputusan manajer dan melakukan analisis untuk mengawasi kinerja perusahaan. Hal itu dapat menyebabkan informasi asimetri akibatnya muncul perilaku *adverse selection*, yaitu investor institusi yang memiliki lebih banyak informasi akan melakukan aksi jual ketika investor individu memasang *bid price* terlalu tinggi. Sebaliknya investor institusi akan melakukan aksi beli ketika investor individu memasang *ask price* terlalu rendah, dan akibat dari aksi ambil untung yang dilakukan investor institusi akan merugikan investor individu. Semakin besar *institutional ownership* maka semakin banyak informasi yang dimilikinya dan semakin tinggi informasi asimetri sehingga menyebabkan *bid-ask spread* semakin tinggi akibatnya likuiditas saham menurun.

## Metode Penelitian

### Prosedur Penentuan Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sampel penelitian ini ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria :

1. Perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2003.
2. Perusahaan yang laporan keuangannya berakhir 31 Desember..
3. Perusahaan memiliki kecukupan data yang berupa *bid price*, *ask price* tidak kurang dari 90% total hari transaksi selama periode 1 April 2004 sampai 31 Maret 2005, meskipun saham perusahaan tersebut disuspen.

### Model Analisis

Untuk menjawab permasalahan yang telah dikemukakan pada latar belakang penelitian ini, model analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda, yang dirumuskan sebagai berikut :

$$SPREAD_{it} = \alpha + \beta_1 LEV_{it-1} + \beta_2 \sigma^2_{Rit} + \beta_3 ROA_{it-1} + \beta_4 MKTCAP_{it-1} + \beta_5 VOL_{it} + \beta_6 INST_{it-1} + e$$

Keterangan :

$SPREAD_{it}$	: Tingkat likuiditas saham perusahaan i pada tahun t
$\alpha$	: <i>Intercept</i> dari persamaan regresi
$\beta_{1-7}$	: Koefisien regresi
$LEV_{it-1}$	: <i>Leverage</i> perusahaan i pada tahun t-1
$\sigma^2_{Rit}$	: <i>Variance</i> pertahun dari <i>return</i> harian perusahaan i pada tahun t
$ROA_{it-1}$	: Ukuran profitabilitas perusahaan i pada tahun t-1
$MKTCAP_{it-1}$	: Ukuran perusahaan i pada tahun t-1
$VOL_{it}$	: Jumlah saham perusahaan i yang diperdagangkan pada tahun t
$INST_{it-1}$	: <i>Institutional ownership</i> perusahaan i pada tahun t-1
$e$	: <i>Error</i> pada persamaan regresi

### Definisi Operasional

#### 1. Likuiditas saham

Likuiditas saham adalah kemampuan saham untuk diperdagangkan dengan cepat tanpa penurunan harga. Likuiditas saham diukur dengan menggunakan rata-rata per tahun *relative bid-ask spread* harian.

$$\text{Rata - rata relative bid - ask spread} = \frac{\text{Jumlah relative bid - ask spread harian per tahun}}{\text{Jumlah hari transaksi saham per tahun}} \quad (1)$$

Persamaan yang digunakan untuk menghitung *relative bid-ask spread* harian adalah:

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

Keterangan :

*Relative Spread*: nilai selisih harga tawar jual dengan harga tawar beli

*Ask price* : harga penawaran jual saham

*Bid price* : harga permintaan beli saham

## 2. Leverage Keuangan

*Leverage* keuangan penggunaan utang untuk pendanaan investasi yang dilakukan perusahaan , yang diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Leverage keuangan} = \frac{\text{totaldebt}}{\text{totalasset}} \quad (3)$$

## 3. Risiko saham

Risiko saham merupakan penyimpangan antara pendapatan yang sesungguhnya dengan pendapatan saham yang diharapkan, yang diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\sigma^2 = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_{it})^2}{n - 1} \quad (4)$$

Keterangan :

$\sigma^2$  : *Variance* dari pendapatan saham

$R_{it}$  : Pendapatan saham harian

$\bar{R}_{it}$  : Mean dari pendapatan saham harian

n : Jumlah sampel

Pendapatan saham harian dapat dihitung dengan rumus :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)}}{P_{i(t-1)}} \quad (5)$$

Keterangan :

$R_{it}$  : Pendapatan saham harian

$P_{it}$  : Harga saham i pada periode t

$P_{i(t-1)}$ : Harga saham i pada periode t-1

#### 4. Return on Asset (ROA)

Rasio *return on asset* adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan seluruh asset yang dimiliki perusahaan, yang diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$ROA = \frac{EBIT}{TotalAsset} \quad (6)$$

Keterangan :

*ROA* : Return on Assets

*EBIT* : Laba sebelum beban bunga dan pajak

#### 5. Kapitalisasi Pasar

Kapitalisasi Pasar adalah *natural logarithm* (Ln) kapitalisasi pasar akhir tahun, yang diukur dengan rumus :

$$\text{Kapitalisasi pasar} = \ln(\text{jumlah saham pada akhir tahun} \times \text{harga saham pada akhir tahun}) \quad (7)$$

6. Volume perdagangan

Volume perdagangan adalah *natural logarithm* (Ln) dari jumlah volume perdagangan saham harian selama satu tahun dalam ribuan lembar saham.

$$\text{Volume perdagangan} = \ln(\text{jumlah volume perdagangan saham harian selama satu tahun}) \quad (8)$$

7. *Institutional ownership*

*Institutional ownership* adalah perbandingan kepemilikan saham biasa oleh institusi dengan jumlah saham biasa yang beredar.

$$\text{Institutional ownership} = \frac{\text{jumlah kepemilikan saham oleh institusi}}{\text{jumlah saham biasa yang beredar}} \quad (9)$$

**Analisis dan Pembahasan**

Deskripsi Hasil Penelitian

Perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini sebanyak 86 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hasil perhitungan *bid –ask spread*, *leverage*, risiko saham, ROA, kapitalisasi pasar, volume perdagangan, *institusional ownership* selama periode penelitian untuk setiap perusahaan dapat dilihat pada tabel 4.2.

Tabel 4.2  
*Bid –ask spread, Leverage, Risiko saham, ROA, Kapitalisasi pasar, Volume Perdagangan, Institutional Ownership*

Keterangan	Spread	Leverage	Risiko Shm	ROA	Kapitalisasi	Volume	Inst. Own
Rata-rata	0,179	0,573	0,00464	0,0618	12,43	11,168	0,652
Maximum	1,297	1,945	0,21985	0,3406	17,08	15,929	0,968
Minimum	0,005	0,108	0,00007	-0,175	8,31	3,5116	0

Analisis Model

Berdasarkan data masing-masing variabel yang telah dikemukakan, selanjutnya dilakukan analisis regresi linier berganda, yang hasilnya dapat dilihat dalam tabel 4.3.

Tabel 4.3  
 Analisis Pengaruh Leverage Keuangan, Risiko Saham, Return On Asset,  
 Volume Perdagangan, Institutional Ownership  
 Terhadap Likuiditas Saham

Variabel	Standardized Coefficients Beta	Uji t	Sig = 0,05	Kesimpulan
Leverage	-0,218	-2,441	0,017	Ho ditolak
Risiko Saham	-0,026	-0,323	0,748	Ho diterima
ROA	-0,445	-4,320	0,000	Ho ditolak
MKTCAP	-0,016	-0,153	0,879	Ho diterima
VOL	-0,677	-7,288	0,000	Ho ditolak
INST	-0,179	-2,104	0,039	Ho ditolak
Standar Error Of the Estimate	0,173031			
R Square	0,574			
Adjusted R Square	0,542			
F Hitung	17,742			
Sig	0			
0,05				

Berdasarkan tabel 4.3 tampak bahwa secara parsial variabel *leverage* keuangan, dan variabel-variabel kontrol yang terdiri dari risiko saham, *return on asset*, kapitalisasi pasar, volume perdagangan, *institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread*, dengan kata lain bahwa variabel-variabel tersebut berpengaruh positif terhadap likuiditas saham, artinya apabila masing-masing variabel tersebut naik satu satuan, maka mengakibatkan penurunan *bid-ask spread* atau dengan kata lain mengakibatkan peningkatan likuiditas saham sebesar koefisien regresi masing-masing variabel, dan sebaliknya.

Hasil uji t menunjukkan bahwa secara parsial variabel *leverage* keuangan, dan variabel-variabel kontrol *return on asset*, volume perdagangan *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap likuiditas saham, sedangkan variabel-variabel kontrol risiko saham dan kapitalisasi pasar berpengaruh tidak signifikan terhadap likuiditas saham. Hasil uji secara simultan menunjukkan secara bersama-sama semua variable yang dianalisis berpengaruh signifikan terhadap likuiditas saham. Hal ini tampak pada uji F sebesar 17,742 dengan nilai signifikansi sebesar 0,00 lebih kecil dari signifikan  $\alpha = 0,05$ . Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) dalam penelitian ini sebesar 0,574, menunjukkan bahwa sebesar 57,40% likuiditas saham dapat

dijelaskan oleh variabel bebas sedangkan 42,60% dapat dijelaskan oleh variabel lain.

## Pembahasan

*Leverage* keuangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *bid-ask spread*, dengan kata lain *leverage* keuangan berpengaruh positif terhadap likuiditas saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Frieder, L and Martell, Rodolfo (2002). Pada periode penelitian, kondisi ekonomi Indonesia mulai membaik, yang nampak pada indikator ekonomi makro seperti peningkatan pertumbuhan ekonomi pada tahun 2003 sebesar 4,5% lebih tinggi dibandingkan pertumbuhan ekonomi pada tahun 2002 sebesar 4,3%, suku bunga SBI mengalami penurunan dari 13,12 % pada tahun 2002 menjadi 8,34% pada tahun 2003, dan diikuti dengan penurunan suku bunga kredit baik jangka pendek maupun jangka panjang. Keputusan pendanaan yang diambil manajemen perusahaan menunjukkan terjadi peningkatan penggunaan utang, yang tercermin pada peningkatan *leverage* keuangan. Hal ini tidak terlepas dari kondisi ekonomi Indonesia yang membaik, menyebabkan manajemen perusahaan semakin optimis terhadap prospek perusahaan di masa depan, sehingga mendorong manajemen menggunakan utang yang lebih besar. Kebijakan ini akan mengurangi *agency cost* antara pemegang saham dengan manajer, karena manajer harus memenuhi pembayaran bunga dan pokok, sehingga manajer harus bekerja lebih disiplin. Hal ini sesuai dengan pendapat Jensen (1986), "that debt reduces agency costs or, put differently, managers who are responsible for meeting interest and principal payments of debt are forced to choose positive net present value projects". Selain itu peningkatan *leverage* keuangan juga disertai dengan meningkatnya *default risk* sehingga manajer harus mengambil keputusan investasi yang terbaik agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan kehilangan kontrol atas perusahaan dan reputasinya menjadi buruk. Hal ini konsisten dengan pendapat Grossman dan Hart (1986) " increased default risk that accompanies high leverage may cause managers to make better investment decisions since bankruptcy may lead managers to lose control and reputation benefits". Peningkatan *leverage* keuangan mendorong manajer untuk membuat keputusan investasi yang terbaik, sehingga akan mengurangi informasi asimetri antara manajer dan investor. Hal itu menimbulkan peningkatan penawaran jual dan permintaan beli saham sehingga semakin rendah *bid-ask spread*, dengan kata lain likuiditas saham meningkat. Hal tersebut sesuai dengan pendapat Frieder, Laura, and Rodolfo Martell, (2006) bahwa " increased debt forces managers to make better investment decisions thereby reducing information asymmetry between managers and investors and, thus, increasing the liquidity of the firm's stock".

Risiko saham berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread*, yang berarti semakin tinggi risiko saham, maka semakin kecil *bid-ask spread* dengan kata lain likuiditas

saham semakin tinggi. Hal ini mengindikasikan bahwa saham-saham yang berisiko tinggi lebih sering ditransaksikan oleh investor, dibandingkan saham-saham yang berisiko rendah, dengan kata lain investor tidak terlalu lama memegang saham yang berisiko tinggi. Investor bertindak spekulasi, yaitu memilih saham yang berisiko tinggi karena fluktuasi harga saham yang tinggi dengan harapan investor memperoleh *capital gain* yang lebih besar. Risiko saham berpengaruh tidak signifikan terhadap likuiditas saham, disebabkan informasi mengenai risiko saham yang diukur dengan *variance* pendapatan saham harian selama satu tahun tidak dipublikasikan, sehingga investor belum memiliki informasi yang akurat tentang risiko saham yang perlu dipertimbangkan dalam keputusan investasi yang diambil. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Frieder, Laura and Rodolfo Martell (2002) yang menyatakan bahwa risiko saham yang diukur dengan *variance* pendapatan saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bid-ask spread*, yang berarti semakin rendah risiko saham, maka semakin kecil *bid-ask spread* dengan kata lain likuiditas saham semakin tinggi.

*Return on asset* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *bid-ask spread*, yang berarti semakin tinggi ROA, semakin rendah *bid-ask spread* dengan kata lain likuiditas saham tinggi. Semakin besar rasio ROA, maka semakin efektif dan efisien perusahaan dalam menggunakan seluruh asset untuk menghasilkan laba. Hal tersebut merupakan salah satu informasi mengenai prospek perusahaan yang menguntungkan. Informasi besarnya rasio *return on assets* merupakan salah satu informasi yang dipublikasikan, sehingga akan mengurangi informasi asimetri antara manajer dan investor, karena investor dapat memperoleh informasi ROA dengan cepat didalam laporan keuangan. Respon investor terhadap informasi tersebut, nampak pada peningkatan penawaran jual maupun permintaan beli saham perusahaan tersebut sehingga *bid-ask spread*-nya menurun dan pertemuan antara harga penawaran jual terendah dengan harga permintaan beli yang cepat terjadi, akibatnya likuiditas saham meningkat. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Frieder, Laura and Rodolfo Martell (2002), yang menyatakan variabel *return on asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bid-ask spread*.

Kapitalisasi pasar berpengaruh negatif terhadap *bid-ask spread*, yang berarti semakin besar nilai kapitalisasi pasar, semakin rendah *bid-ask spread*, dengan kata lain semakin tinggi likuiditas saham. Kapitalisasi pasar dipengaruhi oleh jumlah saham yang beredar dan harga saham. Semakin besar kapitalisasi pasar menunjukkan semakin banyak jumlah saham yang beredar, dan investor lebih mudah mendapatkan saham yang diinginkan, sehingga semakin sering saham tersebut ditransaksikan oleh investor, akibatnya *bid-ask spread* menjadi rendah dengan kata lain semakin tinggi likuiditas saham. Kapitalisasi pasar berpengaruh tidak signifikan terhadap *bid-ask spread*, disebabkan perusahaan sampel memiliki nilai kapitalisasi pasar yang tidak jauh berbeda satu sama lainnya, sedangkan nilai *bid-ask spread*-nya memiliki perbedaan yang relatif tinggi. Hasil penelitian ini tidak

sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Frieder, Laura, and Rodolfo Martell (2002), yaitu kapitalisasi pasar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *bid-ask spread*, dengan kata lain kapitalisasi pasar berpengaruh positif dan signifikan terhadap likuiditas saham. Hal itu sesuai dengan Sharpe, Alexander, Bailey (1995: 73) menyatakan "semakin besar kapitalisasi perusahaan, semakin besar likuiditas untuk investasi tersebut".

Volume perdagangan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *bid-ask spread*. Semakin tinggi volume perdagangan saham, maka semakin rendah biaya *inventory holding* (kepemilikan saham), karena *trader* tidak harus menahan dana yang tertanam dalam saham dengan waktu yang lama, sehingga saham tersebut sering ditransaksikan akibatnya semakin rendah *bid-ask spread*, yang menunjukkan likuiditas saham yang tinggi. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Frieder, Laura and Rodolfo Martell (2002).

*Institutional ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *bid-ask spread*, yang berarti semakin tinggi *institutional ownership*, maka semakin rendah *bid-ask spread* dengan kata lain likuiditas saham semakin tinggi. Hasil penelitian tidak sesuai dengan penelitian terdahulu yang menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *bid-ask spread*. Investor individu (khususnya yang memiliki modal yang relatif kecil) biasanya cenderung membeli atau menjual saham yang lebih terpengaruh kepada tindakan-tindakan atau meniru keputusan investasi yang dilakukan oleh *institutional ownership* khususnya *fund manager* dari perusahaan reksadana, asuransi, bank dan lembaga dana pensiun. Hal ini disebabkan investor institusi dianggap memiliki informasi yang lebih banyak tentang suatu saham, perilaku investor individu tersebut dikenal dengan perilaku mengerumun (*herding behaviour*). Akibat dari perilaku tersebut terjadi peningkatan aktivitas perdagangan yang menyebabkan semakin rendah *bid-ask spread*, yang berarti likuiditas saham meningkat.

## Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat diambil simpulan sebagai berikut :

1. Secara parsial variabel independen yaitu *leverage* keuangan, dan variabel-variabel kontrol yang terdiri dari risiko saham, *return on asset*, kapitalisasi pasar, volume perdagangan, *institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap *spread*, dengan kata lain bahwa variabel-variabel tersebut berpengaruh positif terhadap likuiditas saham.
2. Variabel independen yaitu *leverage* keuangan, dan variabel-variabel kontrol yang terdiri dari *return on asset*, volume perdagangan, *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap likuiditas saham, sedangkan risiko saham dan kapitalisasi pasar berpengaruh tidak signifikan terhadap likuiditas saham.

3. Secara simultan variabel independen yaitu *leverage* keuangan, dan variabel-variabel kontrol yang terdiri dari risiko saham, *return on asset*, kapitalisasi pasar, volume perdagangan, *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap likuiditas saham.
4. Nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) dalam penelitian ini sebesar 0,574, menunjukkan bahwa sebesar 57,40% likuiditas saham dapat dijelaskan oleh variabel bebas sedangkan 42,60% dapat dijelaskan dengan variabel lain.
5. Volume perdagangan merupakan variabel kontrol yang dominan mempengaruhi likuiditas saham, yang ditunjukkan nilai beta yang tertinggi sebesar 0,677 pada kolom *standardized coefficients*.

### Daftar Referensi

- Besly. Scott. and Eugene F Brigham. 2005. *Essentials of Managerial Finance*. South Western: Thomson.
- Brigham. Eugene F. and Joel F. Houston. 2004. *Fundamentals of Financial Management: Concise*. Fourth Edition. South Western : Thomson.
- Bursa Efek Jakarta. Surat Keputusan Direksi No: Kep-307/BEJ/12-2006 tentang Perubahan/Penambahan Peraturan Nomor II-A tentang Perdagangan Efek.
- Easley. D. N. Kiefer. M. O'Hara. and J. Paperman. 1996. Liquidity, Information and Infrequently Traded Stocks. *Journal of Finance* 51. p: 1405–1436.
- Frieder. Laura. and Rodolfo Martell. 2006. On Capital Structure and The Liquidity of a Firm's Stock. Working paper.
- Grossman. S. and O. Hart. 1986. *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. University of Chicago Press: Chicago.
- Halim. Abdul. and Nasuhi Hidayat. 2000. Studi Empiris Tentang Pengaruh Volume Perdagangan dan Return terhadap Bid-Ask Spread Saham Industri Rokok di Bursa Efek Jakarta Dengan Model Koreksi Kesalahan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 3, No. 1. Januari: 69-89.
- Indonesia Capital Market Directory
- Jensen. M. 1986. Agency Cost of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76. p: 323-339.
- Madura. Jeff. 2003. *Financial Markets and Institutions*. Sixth Edition. South western: Thomson.
- Stoll. Hans R. 1989. Inferring the components of the bid/ask spread: Theory and empirical tests. *Journal of Finance* 44. p: 115-134.

---

\* Gfceifprkghcifaxdwp;xcsrgbhgi