

Informasi Asimetri dan Periode Menahan Kepemilikan Saham Lq 45 di Bursa Efek Indonesia

Vinus Maulina

Program Doktor Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

M. Syafi'i Idrus

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Abstract: *The decision of buying and selling shares and also keeping and removing ownership of shares of financial asset is strategic decision for the investors since it is related with the gained return chance. Global crisis gives quite big impact to the Indonesian Stock Exchange and also changes the investor behavior as well. Fundamental exchange which is considered fragile becomes instability threat and reflects uncertain condition. This research aims to analyze and explain empirically the impact of variance return, trading volume, stock prices and return shares toward bid-ask spread which is the measurement of asymmetrical information cost, also the impact of variance return, market value, bid-ask spread and dividend pay out towards common shares holding periods in Indonesia Stock Exchange and some dominant variable that affect them. The findings of this research strengthen the presumption that in conducting the investment, investors in Indonesian Stock Exchange is more oriented to short term investment by expecting more on common shares than dividend. Most investors keep their ownership in common shares in Indonesian Stock Exchange for two years. Besides, the efficient investment strategy which optimizes profit is "switching strategy", following the market movement every time exactly, using technical information to active shares by moving from the shares that the price is predicted to decline to the increased ones. Moreover, the researcher also got the evidence that the investors in Indonesian capital market conduct their investment irrationally, investor's analysis is getting technical and gives less attention to the fundamental factors. The decision of selling and buying which is conducted by the investors on common shares is based on the trading activity, that is actually a measurement of the scale of asymmetry information.*

Keywords: *asymmetrical information, holding periods, ownership of lq 45 shares, variance return, bid-ask spread, dividend pay out*

Abstrak: Keputusan jual dan beli saham sekaligus menahan dan melepas kepemilikan suatu financial asset merupakan keputusan yang strategis bagi investor karena terkait dengan peluang return yang diperoleh. Krisis global memberikan dampak yang cukup besar pada Bursa Efek Indonesia sekaligus mengubah perilaku investor yang ada didalamnya. Fundamental bursa yang dinilai rapuh merupakan ancaman instabilitas dan mencerminkan kondisi ketidakpastian. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menjelaskan secara empiris pengaruh variance return, volume perdagangan, harga saham dan return saham terhadap bid-ask spread yang merupakan ukuran biaya informasi asimetri, sekaligus pengaruh variance return, nilai pasar, bid-ask spread dan dividend pay out terhadap holding periods saham biasa di Bursa Efek Indonesia serta variabel yang dominan mempengaruhinya. Temuan penelitian ini semakin menguatkan dugaan bahwa investor di Bursa Efek Indonesia dalam melakukan investasi lebih berorientasi pada investasi jangka pendek dengan mengharapkan capital gain dibandingkan deviden. Rata-rata investor menahan kepemilikan saham biasa di

Alamat Korespondensi:

Vinus Maulina, Program Doktor Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya; M. Syafi'i Idrus Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya

Bursa Efek Indonesia selama 2 tahun. Selain itu, Strategi investasi yang tepat, guna mengoptimalkan keuntungan adalah "strategi berpindah", yaitu dengan mengikuti gerakan pasar secara seksama setiap saat, memanfaatkan informasi teknikal pada saham-saham aktif dengan berpindah dari saham yang diprediksi harganya akan turun ke saham yang diprediksi harganya akan naik. Selain itu juga didapatkan bukti bahwa investor di pasar modal Indonesia dalam melakukan investasi lebih bersifat irrasional, analisis investor semakin teknikal dan kurang memperhatikan faktor-faktor fundamental. Keputusan beli dan jual yang dilakukan oleh investor atas saham biasa, lebih didasarkan pada aktivitas perdagangan suatu saham yang merupakan ukuran dari besar/kecilnya informasi asimetri.

Kata kunci: informasi asimetri, *holding periods*, *kepemilikan saham LQ 45*, *variance return*, *bid-ask spread*, *dividend pay out*

Kondisi pasar modal saat ini sangat mendukung investor untuk berinvestasi pada perusahaan atau sektor bisnis yang dinilai memiliki fundamental keuangan yang baik dan konsisten serta memiliki prospek yang cerah di kemudian hari. Sedangkan perusahaan mempunyai kesempatan mengembangkan dan meng-ekspansi bisnisnya serta menangkap setiap peluang bisnis yang ada. Analisis penilaian akan membentuk persepsi pasar yang menggabungkan *current performance* dan *future growth opportunity*. Dengan demikian, peran pasar modal merupakan salah satu pilar kekuatan dan indikator ekonomi Indonesia saat ini dan masa depan yang harus terus dikembangkan sebagai sebuah sistem arsitektur ekonomi yang strategis dan efisien.

Perkembangan pasar modal di Indonesia tidak bisa dipisahkan oleh peran investor domestik maupun asing yang ada di Bursa Efek Indonesia. Aliran dana investasi yang masuk dari luar negeri di Bursa Efek Indonesia, memberikan dampak yang cukup signifikan terhadap pertumbuhan kinerja instrumen investasi. Pertumbuhan Bursa Efek Indonesia yang mencapai 46,3% pada periode 2010 dan penguatan nilai mata uang rupiah yang menguat dari level Rp10.125 per US\$ sampai dengan Rp8.845 per US\$ atau terapresiasi sebesar 12,64% memberikan gambaran yang cukup jelas tentang membaiknya prediksi investasi di masa yang akan datang.

Namun demikian, peningkatan kapitalisasi pasar modal Indonesia (*market capitalization*) yang melonjak pesat dalam 5 tahun belakangan ini, tidak dibarengi dengan peningkatan fundamental bursa saham, baik dari sisi pasokan (*supply*) maupun permintaan (*demand*). Dari sisi *demand*, jumlah investor domestik yang aktif melakukan transaksi

hanya sekitar 150.000 investor sedangkan dari sisi *supply* kenaikan jumlah emiten kurang signifikan jika dibandingkan dengan nilai kapitalisasi pasar yang lebih dari 3000 triliun. Akibatnya bursa efek begitu mudah terkena guncangan eksternal. Krisis keuangan yang berdampak pada aktivitas pasar modal global tahun 2008 menjadi pelajaran yang berharga, bagaimana IHSG turun sampai dengan level yang tidak diperkirakan, per tanggal 16 September 2008 menyentuh level terendah 1.719,254, terkoreksi 39,3 persen dihitung dari level IHSG tertinggi 9 Januari 2008 di level 2.830,260 yang menyebabkan investor di Bursa Efek Indonesia mengalami kerugian yang cukup besar. Meski level IHSG saat ini cukup tinggi, belum dipastikan merupakan level equilibrium baru, tetapi dengan kondisi fundamental yang seperti ini, tidak akan menahan aksi spekulasi yang mendorong IHSG terkoreksi lebih dalam (Sari, 2009).

Peningkatan kinerja fundamental perekonomian Indonesia dinilai bukanlah disebabkan oleh peningkatan sektor riil, seperti peningkatan daya saing, kenaikan produktivitas, dan investasi sektor riil, tetapi lebih disebabkan pengaruh fluktuasi harga komoditas dan kinerja sektor keuangan. Sementara itu, tingkat pengangguran dan kemiskinan di Indonesia semakin meningkat, tidak sejalan dengan pertumbuhan ekonomi (*paradox of growth*). Ini menandakan fundamental perekonomian kita artifisial dan semu. Fundamental perekonomian yang rapuh menciptakan ekspektasi negatif buat investor karena mencerminkan kondisi ketidakpastian.

Kondisi ketidakpastian di pasar modal Indonesia ini menyebabkan ekspektasi yang beragam pada investor. Saham-saham perusahaan sebagai salah satu instrumen investasi di pasar modal yang sangat

peka terhadap perubahan lingkungan, dapat menjadi barometer dari ekspektasi investor pada masa mendatang. Perubahan-perubahan yang terjadi tersebut bisa berdampak positif dan dapat pula berdampak negatif sehingga investor sangat membutuhkan informasi yang benar terkait dengan saham-saham perusahaan yang akan dibeli.

Dalam berinvestasi di pasar modal, Keputusan beli/jual dan keputusan melepas/menahan kepemilikan saham seringkali dilakukan dalam waktu yang bersamaan dalam rangka mengoptimalkan keuntungan yang diperoleh atau dengan kata lain, waktu adalah merupakan faktor yang sangat strategis berpengaruh dalam memaksimalkan laba. Pada saat kapan investor harus membeli/menjual saham dan untuk berapa lama saham ini akan dipegang (*holding periods*) serta berapa besar selisih harga beli dengan harga jual (*bid-ask spread*) yang harus ditetapkan.

Teori yang dikemukakan oleh Amihud dan Mendelson (1986) menyatakan bahwa saham dengan *bid-ask spread* yang besar akan dipegang oleh investor dalam jangka waktu yang lama dan sebaliknya saham dengan *bid-ask spread* yang kecil akan ditahan dengan jangka waktu yang lebih pendek.

Penelitian empiris yang menguji hubungan antara *bid-ask spread* dan *holding periods*, yang dilakukan oleh Atkin dan Dyl (1997) pada New York Stock Exchange (NYSE) dan Nasdaq menemukan bahwa *bid-ask spread* saham di Nasdaq lebih besar dari NYSE juga mendukung teori yang dikemukakan (Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986) *Asset pricing and the bid-ask spread*. *Journal of Financial Economics*, 17, 223-249, bahwa *bid-ask spread* saham yang lebih besar akan direspon investor dengan memperpanjang masa kepemilikannya sebagai kompensasi dari biaya yang dikeluarkan dan sebaliknya, hal ini terlihat bahwa investor di Nasdaq mempunyai *holding periods* lebih panjang yaitu selama 8,1 tahun dari pada NYSE yang mempunyai *holding periods* selama 4,6 tahun.

Analisis yang sama dilakukan oleh Chung dan Wei (2005) pada saham di pasar modal Cina dengan mencari perbedaan perilaku investasi bagi investor domestik dan investor asing. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *bid-ask spread* yang merupakan fungsi dari *transaction cost* merupakan faktor dominan yang mempengaruhi lamanya kepemilikan

suatu saham, walaupun secara substansi ada perbedaan *bid-ask spread* antara kedua pasar tersebut.

Penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Nugroho (2009) untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi lamanya kepemilikan saham biasa di Bursa Efek Indonesia menunjukkan bahwa secara parsial variabel *bid-ask spread* dan volatilitas harga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap lama kepemilikan saham dan hanya variabel *market value* yang berpengaruh secara signifikan. Temuan ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Leny dan Indriyantoro (1998) yang menyatakan bahwa perusahaan besar akan lebih digemari oleh investor dengan menahan kepemilikan sahamnya lebih lama karena dianggap memiliki kestabilan secara ekonomis jika dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Dari penjelasan diatas nampak bahwa analisis terhadap *bid-ask spread* dan analisis terhadap *holding periods* saham sebagai dasar pengambilan keputusan jual/beli dan keputusan menahan/melepas kepemilikan saham dilakukan secara sendiri-sendiri, yang pada kenyataannya keputusan ini seringkali dilakukan secara bersama-sama. Fenomena Pasar Modal Indonesia yang mempunyai stabilitas rendah yang disebabkan karena kurang kuatnya fundamental dilihat dari sisi *supply* dan *demand* sekaligus proporsi investor yang masih didominasi oleh asing mengharuskan dilakukan analisis secara mendalam guna menghindari resiko yang mungkin terjadi serta mengoptimalkan imbal hasil yang didapat.

Manfaat Penelitian

- Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi bagi ilmu pengetahuan khususnya di bidang manajemen keuangan tentang strategi investasi di pasar modal dan faktor-faktor yang mempengaruhi lamanya investor memegang *financial assets (holding periods)* di bursa efek Indonesia.
- Bagi pelaku pasar modal, untuk memberikan panduan dan tambahan informasi tentang yang berpengaruh terhadap *bid-ask spread* yang merupakan proxy dari informasi asimetri, nilai pasar perusahaan, *variance return* dan *dividend pay out*, sehingga investor dapat meminimalisir

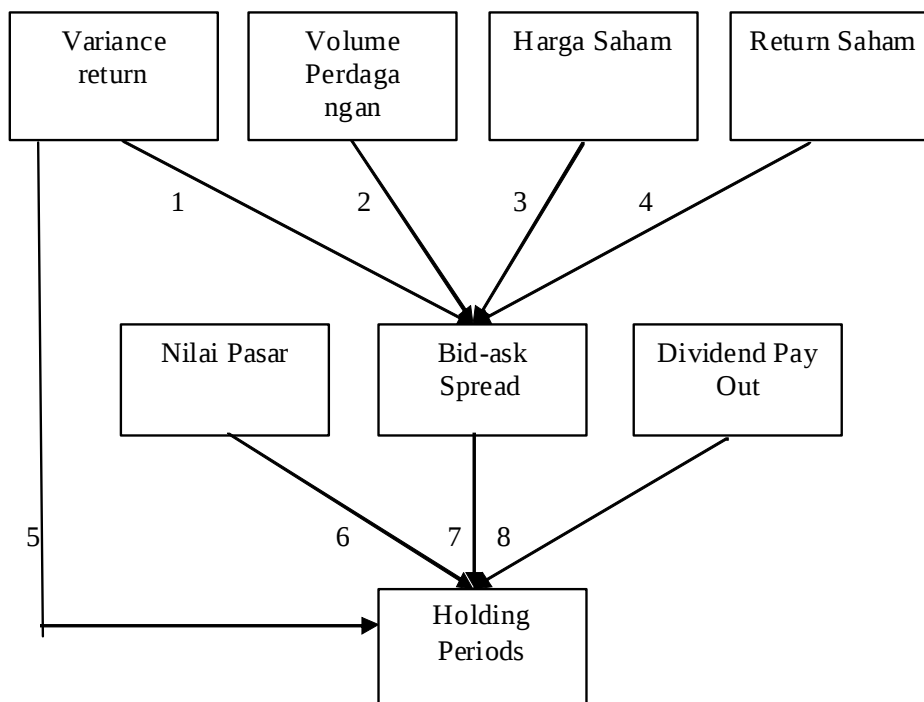
resiko yang mungkin terjadi dan mendapatkan return yang diinginkan.

- Manajemen sebagai pengelola dana investasi, untuk memberikan masukan tentang pentingnya menjaga transparansi perusahaan yang berupa publikasi laporan keuangan serta laporan pendukungnya atau yang berkaitan tentang pembayaran dividen sehingga tidak menimbulkan ekspektasi yang beragam diantara pelaku pasar.
- Bagi pemerintah sebagai regulator, untuk memberikan masukan tentang pentingnya masalah keterbukaan dan transparansi perusahaan *go public* sebagai pengelola dana investasi. Investor mempunyai hak untuk mendapatkan informasi yang benar terkait dengan saham-saham yang ada di Bursa Efek Indonesia supaya dapat mengambil keputusan yang benar tentang saham perusahaan yang layak untuk dipilih.

Hipotesis Penelitian

- H1.a : Semakin tinggi *variance return*, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin besar.
- H1.b : Semakin besar volume perdagangan, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil.
- H1.c : Semakin tinggi harga saham, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil.
- H1.d : Semakin tinggi *return* saham, maka *bid-ask spread* yang akan terjadi pada saham biasa semakin kecil.
- H2.a : Semakin tinggi *variance return*, maka *holding period* saham biasa akan semakin pendek
- H2.b : Semakin besar nilai pasar, maka *holding periods* saham biasa akan semakin panjang.

Kerangka Konseptual Penelitian



Keterangan:

- | | |
|---|---|
| 1 : Teori model informasi; Ambarwati, 2008 | 6 : Leny dan Indriyanto, 1999; Nugroho, 2009 |
| 2 : Ekaputra, 2006; Frensidy B, 2008 | 7 : Teori <i>bid-ask spread</i> ; Atkins dan Dyl, 1997; Chung dan Wei, 2005 |
| 3 : Teori model persediaan; Aitken dan Frino (1996) | 8 : Teori Pensinyalan; Maulina, 2003, Azhari, 2009 |
| 4 : Teori model persediaan, Demsetz (1968) | |
| 5 : Atkins dan Dyl, 1997; Chung dan Wei, 2005 | |

- H2.c : Semakin besar *bid-ask spread*, maka *holding period* saham biasa akan semakin panjang
- H2.d : Semakin besar *dividend pay out*, maka *holding periods* saham biasa akan semakin panjang
- H3 : *Variance return* diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *bid-ask spread* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45.
- H4 : *Bid-ask spread* diduga merupakan variabel yang paling berpengaruh terhadap *holding period* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45.

Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen dan variabel independen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *bid-ask spread* dan *holding periods* sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah harga saham, return saham, volume perdagangan, nilai pasar, *variance return* dan *dividend pay out*. Penjelasan masing-masing variabel akan diuraikan sebagai berikut:

Holding Periods

Holding Periods merupakan rata-rata panjangnya waktu yang digunakan investor dalam menyimpan/memegang suatu sekuritas selama periode waktu tertentu. Rata-rata *holding periods* investor untuk setiap tahun dihitung dengan mencari rata-rata dari jumlah saham perusahaan yang beredar per tahun (*share outstanding*) dengan rata-rata volume perdagangan saham tertentu pada tahun observasi (Atkins dan Dyl, 1997; Chung dan Wei, 2005).

$$HP_{it} = \frac{\text{Rata-rata jumlah saham } i \text{ yang beredar pada tahun ke-} t}{\text{Rata-rata volume perdagangan saham } i \text{ pada tahun ke-} t}$$

Keterangan:

HP_{it} = *Holding periods* saham *i* tahun ke *t*

Bid-Ask Spread

Bid-ask spread adalah perbedaan harga tertinggi yang dibayarkan oleh seorang pembeli dengan harga terendah yang bersedia ditawarkan oleh penjual. Konsep perhitungan *bid-ask spread* adalah dengan membuat rata-rata *bid-ask spread* untuk tiap jenis saham yang diteliti selama periode observasi. Dengan mengacu pada penelitian (Atkins dan Dyl, 1997; Chung dan Wei, 2005) *bid-ask spread* dirumuskan sebagai berikut:

$$Spread_{it} = \sum_{t=1}^N \frac{ask_{it} - bid_{it}}{(ask_{it} + bid_{it}) / 2} \cdot N$$

Keterangan:

$Spread_{it}$ = rata-rata *bid-ask spread* saham *i* pada tahun *t*

Ask_{it} = rata-rata harga penawaran saham *i* pada tahun *t*

Bid_{it} = rata-rata harga permintaan saham *i* pada tahun *t*

N = total jumlah hari perdagangan saham *i* pada tahun *t*

Variance Return

Variance return adalah tingkat resiko yang terjadi dari suatu kegiatan investasi, terutama akibat transaksi saham di pasar bursa yang disebabkan adanya volatilitas harga saham. *Variance return* dalam penelitian ini dihitung dengan mencari *variance* dari *return* saham selama periode observasi. (Fabozzi, 2000; Yogyanto, 2009).

$$SR_{it} = \left[\frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \right]$$

$$RA = (SR_1 + SR_2 + SR_3 + \dots + SR_m) / m$$

$$Variance = \frac{(SR_{it} - RA)^2}{N}$$

Keterangan:

SR_{it} = *Return* saham *i* pada tahun ke-*t* fill

P_t = Harga penutupan saham *i* pada tahun ke *t*

P_{t-1} = Harga penutupan saham *i* pada tahun ke *t-1*

Volume Perdagangan

Volume perdagangan diartikan sebagai jumlah lembar saham yang diperdagangkan pada hari tertentu untuk tiap jenis saham yang diteliti selama periode observasi (Ambarwati, 2008). Dalam penelitian ini volume perdagangan dihitung dengan membuat rata-rata volume perdagangan saham tertentu untuk setiap tahun pada periode observasi.

$$TV_{it} = \frac{\text{Rata-rata volume perdagangan saham i pada tahun ke t}}{N}$$

Keterangan:

TV_{it} = Volume perdagangan saham i pada tahun ke t
 N = Total jumlah hari perdagangan saham i pada tahun t

Harga Saham

Harga saham dalam penelitian ini adalah harga saham penutupan. Konsep penghitungan harga saham untuk setiap tahun adalah dengan membuat rata-rata harga saham untuk tiap jenis saham yang diteliti selama periode observasi.

$$SP_{it} = \frac{\text{Rata-rata harga penutupan Saham i pada tahun ke t}}{N}$$

Keterangan:

SP_{it} = Harga saham i pada tahun ke t
 N = Total jumlah hari perdagangan saham i pada tahun t

Return Saham

Return saham didefinisikan sebagai perubahan relatif harga saham dari periode sebelumnya (Jogiyanto, 2009), yang dirumuskan sebagai berikut:

$$SR_{it} = \left[\frac{(P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \right]$$

Keterangan:

SR_{it} = Return saham i pada tahun ke-t
 P_t = Harga penutupan saham i pada tahun ke t
 P_{t-1} = Harga penutupan saham i pada tahun ke t-1

Nilai Pasar

Nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar, yang merupakan rata-rata harga saham selama satu tahun dikalikan dengan rata-rata jumlah saham beredar per tahun selama periode observasi (Jogiyanto, 2009).

$$MV_{it} = \text{Rata-rata harga saham i tahun ke t} \times \text{rata-rata jumlah saham beredar tahun ke t}$$

Keterangan:

MV_{it} = Nilai pasar saham i pada tahun ke t

Dividend Pay Out

Dividend pay out merupakan jumlah deviden yang telah dibayar pada tahun tersebut dibagi dengan laba per lembar saham pada akhir tahun (Jogiyanto, 2009).

$$DPO = \frac{\text{Dividen per lembar saham} \times 100\%}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Keterangan:

DPO = Dividend pay out

METODE PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini termasuk penelitian eksplanatori (*explanatory research*) yaitu penelitian kausal komparatif yang merupakan tipe penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab akibat antara dua variabel atau lebih. Peneliti melakukan pengamatan terhadap konsekuensi-konsekuensi yang timbul dan menelusuri kembali fakta yang secara masuk akal sebagai faktor-faktor penyebabnya. Penelitian kausal komparatif merupakan tipe penelitian "ex post facto" yaitu tipe penelitian terhadap data yang dikumpulkan setelah terjadinya suatu fakta atau peristiwa (Singarimbun dan Sofyan, 1995; Sugiyono, 2002).

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah 45 perusahaan yang *go public* dan tercatat dalam index LQ45, yaitu saham-saham perusahaan teraktif periode tahun

2006–2010. Pemilihan sampel dalam penelitian dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk memperoleh sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun perusahaan sampel dalam penelitian ada 33 perusahaan yang tercatat dalam index LQ45.

Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan adalah analisis dengan menggunakan model jalur (*path model*). Analisis jalur merupakan perluasan dari analisis regresi linier berganda, yaitu untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel (*model causal*) sebelumnya yang ditetapkan berdasarkan teori. Walaupun analisis jalur sendiri tidak dapat menentukan hubungan sebab akibat dan juga tidak dapat digunakan sebagai substitusi bagi peneliti untuk melihat hubungan kausalitas antar variabel. Hubungan kausalitas antar variabel telah dibentuk dengan model berdasarkan landasan teori. Namun analisis jalur dapat menentukan pola hubungan antar tiga atau lebih variabel dan itu sudah dapat menjawab tujuan penelitian di atas.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Data Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang berupa data kuantitatif. Data yang berkaitan dengan variabel penelitian berupa *internal secondary data* yaitu informasi yang sudah tersedia dalam perusahaan di Bursa Efek Indonesia, yaitu tahun 2006 sampai dengan tahun 2010. Secara deskriptif data setiap variabel penelitian dapat dijelaskan sebagai berikut:

Dari Tabel 1 terlihat bahwa rata-rata panjang/lamanya waktu investor dalam memegang kepemilikan saham biasa di Bursa Efek Indonesia yang ditunjukkan oleh variabel *Holding periods* mulai tahun 2007 sampai tahun 2010 relatif sama. Jika dikonversi dalam tahun, yaitu dibagi dengan jumlah hari perdagangan dalam satu tahun, kurang lebih 245 hari, maka rata-rata investor di Bursa Efek Indonesia memegang/menahan kepemilikannya selama 4 tahun pada tahun 2006. Sedangkan mulai tahun 2007 sampai tahun 2010, *holding period* investor semakin pendek, masing-masing 2,4 tahun, 2,5 tahun, 2,2 tahun dan pada tahun 2010 selama 2,5 tahun. Strategi investor dengan memperpendek masa kepemilikan saham biasa di BEI adalah merupakan respon investor akibat krisis global yang ada di kawasan Eropa dan Amerika. Hal ini terjadi karena pasar modal telah terintegrasi secara global sehingga kejadian yang ada di luar akan berimbas ke Pasar Modal Indonesia. Investor lebih banyak melakukan aksi ambil untung (*profit taking*) dengan melakukan transaksi jangka pendek dengan mengharapkan *capital gain*, dan tidak mengharapkan deviden. Strategi ini dipersepsi investor lebih mengoptimalkan keuntungan, karena krisis global merupakan sinyal kondisi ketidakpastian di masa depan. *Holding periods* semakin pendek menunjukkan tingginya volume perdagangan yang disebabkan informasi tidak menyebar pada semua pelaku pasar, atau terjadi informasi asimetri yang cukup besar pada saham-saham perusahaan emiten.

Hasil Analisis

Hasil pemeriksaan *goodness of fit* model secara lengkap dapat dilihat pada hasil analisis jalur dengan

Tabel 1. Hasil Analisis Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel Penelitian	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Holding periods</i>	979 hari	595 hari	603 hari	531 hari	619 hari
<i>Bid-ask spread</i>	7.7%	9.0%	11.9%	10.4%	7.8%
<i>Variance return</i>	1261000	16391000	17428000	5011800	5004500
Volume Perdagangan	29,2 juta	42,1 juta	38,9 juta	102 juta	60,6 juta
Harga Saham	3812.81	6853.18	5285.45	4831.55	8006.88
Return Saham	1129.30%	92.43%	-6.06%	-10.81%	42.78%
Nilai pasar	23,48 T	46,14 T	34,33 T	29,99 T	46,66 T
<i>Dividend pay out</i>	37%	54.5%	29.9%	29.7%	49.6%

Sumber: Lampiran

pendekatan regresi *standardized* di lampiran 3. *Goodness of Fit* model struktural pada analisis jalur berupa nilai koefisien determinasi total (R^2_m). Dihitung berdasarkan nilai R^2 masing-masing variabel endogen, yaitu diperoleh nilai koefisien determinasi total $R^2_m = 0,197$ berarti model dikatakan hanya mampu menjelaskan fenomena yang diselidiki sebesar 19,70%. Variabel *holding periods* dipengaruhi oleh multi variabel, di mana variabel yang ada dalam model, terdiri dari *variance return*, volume perdagangan, harga saham, return saham, nilai pasar, *bid-ask spread*, dan *dividend pay out* dengan kontribusi sebesar 19,70%. Hal ini mengindikasikan ada variabel penting dan pengaruhnya lebih kuat terhadap *holding periods*, tetapi didalam studi disertasi ini belum dimasukkan ke dalam model.

Berdasarkan model penelitian *theory trimming* di atas dapat dijelaskan bahwa *bid-ask spread* dipengaruhi oleh variabel *variance return*, volume perdagangan, dan harga saham. Hubungan positif terjadi antara variabel *variance return* dan volume perdagangan terhadap *bid-ask spread*, artinya kenaikan *variance return* dan volume perdagangan akan berdampak pada kenaikan *bid-ask spread*. Hubungan terbalik terjadi antara harga saham dengan *bid-ask spread* yang berarti kenaikan harga saham akan berdampak pada penurunan *bid-ask spread* saham biasa di Bursa Efek Indonesia.

Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil uji hipotesis secara lengkap dengan menggunakan model analisis jalur (*Path Analisis Model*) mengenai pengaruh variabel *variance return*, volume perdagangan, harga saham dan *return* saham terhadap *bid-ask spread* dan pengaruh variabel *variance return*, nilai pasar, *bid-ask spread*, *dividend pay out* terhadap *holding periods* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45, dapat dilihat pada nilai jalur-jalur hasil analisis yang signifikan.

Pengaruh *variance return* terhadap *bid-ask spread*

Investor di Bursa Efek Indonesia menetapkan *spread* yang relatif besar pada saham-saham yang mempunyai volatilitas tinggi. *Variance return* saham

mewakili risiko yang dihadapi oleh investor. Risiko saham yang semakin tinggi, yang diakibatkan oleh pergerakan harga saham perusahaan LQ45 senantiasa menyebabkan investor berusaha menutupnya dengan *spread* yang lebih besar. Dapat dikatakan besarnya risiko saham membuat investor menahan saham tersebut terlebih dahulu sampai pada waktu tertentu yang menyebabkan lebarnya *spread* yang ada.

Pengaruh volume perdagangan terhadap *bid-ask spread*

Pasar modal Indonesia sebagai salah satu *emerging market* yaitu negara-negara tujuan investasi mempunyai beban yang berat. Hal ini dipicu masih tingginya resiko investasi di negara-negara Eropa dan Amerika ditambah lagi konflik geopolitik di daerah timur tengah yang menyebabkan naiknya sentimen resiko ketersediaan dan suplai minyak dunia. Pada kondisi seperti ini resiko investasi di Bursa Efek Indonesia cukup tinggi karena dana yang masuk di pasar modal merupakan *hot money* dan bukan merupakan investasi pada sektor riil yang dimanfaatkan oleh investor asing khususnya untuk mencari keuntungan sehingga ada kemungkinan terjadi penarikan dana secara masif dan tiba-tiba pada saat resiko investasi di Eropa dan Amerika khususnya mulai membaik sehingga persepsi investor mengenai tingkat resiko investasi di Bursa Efek Indonesia sangat tinggi.

Dalam kondisi seperti ini, adanya peningkatan volume perdagangan saham perusahaan tidak serta merta akan direspon oleh investor dengan mempersempit *bid-ask spread* yang terjadi akibat adanya penurunan biaya penyimpanan, tetapi kondisi seperti ini juga memicu meningkatnya biaya asimetri informasi yang pada akhirnya akan memperbesar *spread* yang terjadi. Meningkatnya volume perdagangan saham mengindikasikan semakin besarnya asimetri informasi yang terjadi sehingga investor tidak ingin menahan lebih lama atas kepemilikan sahamnya untuk mengantisipasi kerugian yang mungkin terjadi.

Pengaruh harga saham terhadap *bid-ask spread*

Investor di Bursa Efek Indonesia menetapkan *bid-ask spread* yang relatif kecil untuk harga saham yang relatif tinggi. Hal ini disebabkan karena

kebiasaan investor kurang menyukai harga saham perusahaan yang tinggi sehingga saham ini kurang likuid. Karena sifatnya yang kurang likuid itulah maka investor akan menetapkan *bid-ask spread* yang relatif kecil guna menghindari resiko yang terjadi karena penurunan harga saham perusahaan tersebut.

Pengaruh *return* saham terhadap *bid-ask spread*

Hasil penelitian ini juga semakin memperkuat dugaan bahwa investor di Bursa Efek Indonesia hanya berorientasi untuk memperoleh *capital gain* dengan melakukan transaksi jangka pendek dengan menggunakan strategi berpindah, dan tidak bersifat rasional dalam pengambilan keputusannya. Karakteristik investor bersifat spekulasi, cenderung berpindah dari saham yang satu ke saham yang lain dengan memanfaatkan perbedaan harga siklus individual. Investor hanya mengikuti gerakan pasar secara sekam setiap saat. Dengan memanfaatkan informasi teknikal khususnya pada saham-saham yang aktif, investor dapat berpindah dari satu saham yang diprediksi harganya akan turun ke saham yang harganya akan naik tanpa memperhatikan *return* sahamnya.

Pengaruh *variance return* terhadap *holding period* saham

Di Bursa Efek Indonesia, investor dalam menentukan waktu yaitu panjang/pendeknya periode menahan kepemilikan saham biasa pada perusahaan sampel penelitian tidak memperhatikan faktor resiko saham. Hal ini semakin memperkuat pendapat bahwa investor di Bursa Efek Indonesia mempunyai karakteristik lebih mengutamakan untuk mengejar keuntungan atas modal (*capital gain*) dalam jangka pendek dari pada memperoleh deviden. Perilaku investor seperti ini dipicu oleh fundamental Bursa Efek Indonesia yang dipersepsi investor lemah dan mempunyai instabilitas tinggi, sehingga mudah goncang karena faktor dari luar.

Variance return digunakan oleh investor sebagai dasar pengambilan keputusan jual dan beli yang tercermin pada *bid-ask spread* dan bukan keputusan untuk menahan/memegang kepemilikan atas suatu saham dalam jangka waktu yang lebih panjang/pendek.

Pengaruh nilai pasar terhadap *holding period* saham

Kondisi membaiknya pasar modal Indonesia saat ini dianggap investor bukan merupakan titik *equilibrium* baru akibat membaiknya kondisi perekonomian di Indonesia. Atau dengan kata lain, pasar modal Indonesia saat ini bukan merupakan miniatur kondisi perekonomian negara. Peningkatan kinerja fundamental perekonomian Indonesia bukanlah disebabkan oleh peningkatan sektor riil, seperti peningkatan daya saing, kenaikan produktivitas, dan investasi sektor riil, tetapi lebih disebabkan pengaruh fluktuasi harga komoditas dan kinerja sektor keuangan. Sementara itu, tingkat pengangguran dan kemiskinan di Indonesia semakin meningkat, tidak sejalan dengan pertumbuhan ekonomi (*paradox of growth*). Ini menandakan fundamental perekonomian kita artifisial dan semu. Fundamental perekonomian yang rapuh menciptakan ekspektasi negatif buat investor karena mencerminkan kondisi ketidakpastian (Noviana, 2010).

Saat ini investor memandang bahwa investasi di Bursa Efek Indonesia mempunyai tingkat resiko yang tinggi sehingga investor tidak berani untuk menahan sahamnya lebih lama sebagai salah satu strategi untuk mengoptimalkan *return* yang diperoleh, jika terjadi penarikan dana besar-besaran dan waktu yang bersamaan di BEI secara tiba-tiba oleh investor asing khususnya. Alasan lain adalah, investor juga masih trauma pada kondisi bursa efek pada akhir tahun 2008 dimana IHSG meluncur pada angka yang tidak terkendali yang menyebabkan investor mengalami kerugian yang cukup besar.

Investor di Bursa Efek Indonesia saat ini lebih pada sikap siaga dan hati-hati dengan melakukan strategi berpindah yaitu cenderung berpindah dari saham yang satu ke saham yang lain dengan memanfaatkan perbedaan harga saja, termasuk pada saham-saham yang mempunyai nilai kapitalisasi besar. Perusahaan besar yang notabene dianggap memiliki tingkat stabilitas keuangan lebih baik dibandingkan perusahaan kecil tidak lagi menarik, karena investor mempunyai persepsi bahwa pengaruh luar mempunyai kontribusi yang besar dalam menentukan harga saham di Bursa Efek Indonesia.

Pengaruh *bid-ask spread* terhadap *holding period* saham

Dalam kurun waktu penelitian yaitu tahun 2006–2010 terjadi perubahan perilaku investasi yang sangat mencolok pada investor. Investor tidak lagi menahan kepemilikan sahamnya lebih lama sebagai kompensasi atas biaya penyimpanan yang harus ditanggung, tetapi investor lebih memperhatikan faktor resiko atas suatu saham. Pada kondisi bursa dipersepsi investor mempunyai instabilitas yang cukup tinggi, investor lebih memilih investasi jangka pendek dengan mengharap *capital gain* dari pada investasi jangka panjang.

Pengujian efisiensi pasar modal di Indonesia yang menyatakan pasar modal Indonesia termasuk pasar efisien bentuk lemah (Husnan, 2003) sehingga strategi yang paling tepat adalah *buy and hold*, hal ini tidak berlaku pada saat pasar memiliki ketidakpastian tinggi. Strategi yang tepat pada kondisi ini adalah strategi berpindah, dari saham perusahaan yang satu ke saham perusahaan lain yang harga sahamnya diprediksi akan naik, sehingga besar-kecilnya *bid-ask spread* yang terjadi pada suatu saham tidak mempengaruhi panjang/pendeknya periode menahan kepemilikan atas suatu *financial assets*.

Pengaruh *dividend pay out* terhadap *holding period* saham

Hasil temuan ini tidak mendukung teori *pensioner dividend* (Miller dan Rock, 1985) yang menyatakan bahwa dividen menyampaikan informasi tentang ekspektasi-ekspektasi manajer dan sinyal positif dari manajemen tentang prediksi membaiknya kinerja perusahaan di masa mendatang. Dengan memperhatikan arus kas perusahaan, maka informasi yang dikandung dividen diharapkan mengurangi informasi asimetris, yang pada akhirnya akan memperpanjang *holding periods* sahamnya.

Temuan ini mendukung *Irrelevansi theory* tentang dividen yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak membawa dampak apa-apa terhadap nilai perusahaan. Pembagian dividen oleh perusahaan tidak dianggap sebagai bentuk sinyal dari pihak manajemen pada investor akan kondisi perusahaan dan membaiknya ekspektasi di masa depan. Hal ini juga membuktikan bahwa investor di Bursa Efek Indonesia

lebih menyukai *capital gain* daripada memperoleh dividen.

Temuan Penelitian

Hasil penelitian ini mampu mengungkapkan pengaruh variabel-variabel yang mempengaruhi *bid-ask spread* dan *holding periods* saham biasa perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45, dimana kinerja pasar modal Indonesia tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi bisnis dan ekonomi di Indonesia sendiri, tetapi juga kondisi di negara-negara lain. Hal ini disebabkan karena fundamental Bursa Efek Indonesia rapuh, dilihat dari sisi *supply* dan *demand*, yaitu dari jumlah investor yang tidak seimbang dengan nilai kapitalisasi pasar modal maupun proporsi investor domestik yang jauh lebih kecil dibandingkan dengan investor asing.

Di Bursa Efek Indonesia, investor dalam menentukan keputusan jual dan beli yang tercermin dalam *bid-ask spread* dipengaruhi oleh volume perdagangan saham (*trading volume*) dan *variance return* secara proporsional. Sedangkan harga saham (*stock prices*) akan mempengaruhi *bid-ask spread* secara terbalik, semakin besar harga suatu saham maka investor akan menetapkan *bid-ask spread* semakin kecil.

Hasil penelitian ini juga semakin menguatkan dugaan bahwa investor di pasar modal Indonesia dalam melakukan investasi lebih berorientasi pada investasi jangka pendek dengan mengharapkan *capital gain* dibandingkan dengan investasi jangka panjang guna mendapatkan dividen. Dari data deskriptif didapatkan bahwa rata-rata waktu yang dibutuhkan investor dalam menahan kepemilikan saham biasa (*holding periods*) untuk perusahaan – perusahaan yang terdaftar pada index LQ45 selama 2 tahun, yaitu 2,4 tahun, 2,5 tahun, 2,2 tahun dan 2,5 tahun untuk periode 2007–2010.

Hasil analisis terhadap variabel-variabel yang berpengaruh terhadap *holding periods*, yaitu sebagai dasar pengambilan keputusan menahan atau melepas kepemilikan atas suatu *financial asset*, tidak ada satupun variabel yang digunakan dalam penelitian ini yang signifikan, artinya ada faktor lain yang signifikan yang menjadi pertimbangan investor dalam mengambil keputusan menahan atau melepas kepemilikan saham

biasa guna mengoptimalkan *return* yang diperoleh atau investor pada kurun waktu penelitian ini lebih pada posisi siaga dan hati-hati dengan tidak menggunakan strategi *buy and hold* atas saham yang dimilikinya tetapi lebih pada "strategi berpindah" atau "*profit taking*" sebagai respon atas kondisi krisis global yang belum membaik.

Selain itu juga didapatkan bukti yang menguatkan bahwa investor di pasar modal Indonesia dalam melakukan investasi lebih bersifat irrasional, analisis investor semakin teknikal dan kurang memperhatikan faktor-faktor fundamental. Keputusan beli dan jual yang dilakukan oleh investor atas *finansial asset* dalam hal ini adalah saham biasa, lebih didasarkan pada kecenderungan perubahan harga saham yang terjadi setiap saat dengan memanfaatkan informasi teknikal atas saham tersebut.

Keterbatasan penelitian

- Dalam penelitian ini belum dibedakan antara investor domestik dan investor asing serta investor individual dan investor institusional yang diduga mempunyai perbedaan perilaku dalam melakukan investasi di pasar modal karena keterbatasan akses data.
- Hasil penelitian ini tidak bisa digeneralisir pada semua saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tetapi dapat berlaku umum pada saham-saham yang terdaftar dalam indeks LQ 45.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan perumusan masalah, tujuan penelitian, pengujian hipotesis sampai dengan pembahasan hasil penelitian, dapat diuraikan kesimpulan sebagai berikut:

- Investor dalam mengambil keputusan beli dan jual saham yang tercermin pada *bid-ask spread* yang dalam hal ini merupakan proxy dari informasi asimetri, memperhatikan faktor *variance return* dan volume perdagangan secara proporsional serta berbanding terbalik dengan harga sahamnya. *Variance return* dipandang sebagai ukuran tingkat resiko pada saham sehingga *variance return* yang semakin tinggi berdampak pada semakin besarnya *bid-ask spread*,

demikian juga volume perdagangan saham. Semakin sering saham diperdagangkan artinya memiliki volume perdagangan yang tinggi, investor akan memperbesar *bid-ask spread* sebagai kompensasi atas biaya yang ditanggung. Harga saham yang semakin tinggi berdampak pada menurunnya likuiditas saham sehingga investor menetapkan *bid-ask spread* relatif kecil guna menghindari resiko akibat penurunan harga saham tersebut.

- Keputusan menahan dan melepas kepemilikan saham biasa (*common stock*) yang tercermin pada *holding periods* saham merupakan keputusan yang strategis bagi investor karena hal ini terkait dengan peluang untuk mendapatkan *return*. Pada kondisi dimana pasar modal dipersepsi investor mempunyai tingkat resiko tinggi, investor lebih menggunakan strategi berpindah dengan mengharap *capital gain* dan bukan *dividen*. Perubahan *variance return*, *bid-ask spread*, nilai pasar dan *dividend pay out* tidak berdampak pada perubahan *holding periods* saham biasa.
- Kondisi ketidakpastian akibat krisis global di kawasan Eropa dan Amerika menyebabkan investor di Bursa Efek Indonesia sangat sensitif terhadap informasi yang muncul di lantai bursa. Informasi yang tidak simetris berdampak pada kenaikan volume perdagangan yang disebabkan karena beragamnya ekspektasi investor. Pengambilan keputusan jual dan beli saham yang tercermin pada *bid-ask spread* lebih didasarkan pada pengamatan investor terhadap perubahan volume perdagangan suatu saham. Semakin tinggi volume perdagangan akan direspon investor dengan memperbesar *bid-ask spread* sebagai akibat tingginya biaya yang muncul akibat informasi asimetri.
- Bursa Efek Indonesia sebagai salah satu *emergency market* membawa dampak pada perilaku investor dalam melakukan investasi. Investor lebih menyukai melakukan transaksi jangka pendek sebagai antisipasi perubahan yang terjadi setiap saat. Di antara variabel *variance return*, *bid-ask spread*, nilai pasar dan *dividend pay out* tidak ada satupun yang mendominasi investor dalam mengambil keputusan menahan/

melepas kepemilikan saham biasa yang tercermin pada *holding periods* sahamnya.

Saran

- Untuk penelitian berikutnya diharapkan mampu membedakan antara kepemilikan saham oleh investor asing dan investor domestik sekaligus kepemilikan saham oleh investor individu dan investor institusional karena diduga ada perbedaan perilaku dalam melakukan investasi di pasar modal.
- Pelaku pasar modal hendaknya menetapkan strategi yang berbeda untuk setiap kondisi yang berbeda juga. Strategi investasi yang tepat guna mengoptimalkan keuntungan adalah "strategi berpindah" atau melakukan aksi *profit taking* yaitu mengikuti gerakan pasar secara seksama setiap saat, memanfaatkan informasi teknikal pada saham-saham aktif dengan berpindah dari saham yang diprediksi harganya akan turun ke saham yang diprediksi harganya akan naik hal ini disebabkan karena perubahan sewaktu-waktu dapat terjadi karena pengaruh eksternal.
- Pihak Manajemen sebagai pengelola dana investasi hendaknya menjaga transparansi perusahaan. Hal ini penting karena transparansi akan memperkecil informasi asimetri yang pada akhirnya tidak memunculkan ekspektasi yang beragam pada saham perusahaan emiten.
- Pemerintah sebagai pemegang regulasi hendaknya mampu melakukan pengawasan pada perusahaan (emiten) untuk melakukan *good corporate governance* (GCG) guna menjaga transparansi perusahaan *go public*. Adanya informasi yang simetris di pasar akan mempermudah investor dalam menentukan keputusannya, baik keputusan jual/beli yang tercermin pada *bid-ask spread* sekaligus keputusan menahan/melepas yang tercermin pada *holding periods*.

DAFTAR RUJUKAN

- Aitken, M., dan Alex, F. 1996. The determinant of market bid-ask on the australian stock exchange: cross sectional analysis, *Journal of Accounting and Finance*, 36, May, 51–64.
- Ambarwati. 2008. Pengaruh Return Saham, Volume Perdagangan Saham dan Varian Return Saham terhadap Bid-Ask Spread Saham, *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 12 No. 1, April, 27–38.
- Amihud, Y., dan Haim, M. 1986. Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics*, No. 17, p. 223–249.
- Atkins, Allens, B., dan Edward, A.D. 1990. Price reversals, bid-ask spread and market efficiency, *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 25, 535–547.
- Azhari, M. 2010. *Analisis Pengaruh Asimetri Informasi, Nilai Dividen, Risiko Terhadap Periode Kepemilikan saham biasa Oleh Investor*, Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Chung, S., dan Wei, P. 2005. The Relationship between bid-ask spreads and holding periods, *Global Finance Journal* 15, 239–249.
- Demsetz. 1968. The Cost of Transacting. *Quarterly Journal of Economics*, 82, of *Economics*, 82, 33–53.
- Ekaputra, I.A. Mei 2006. Determinan *Intraday Bid-Ask Spread* Saham di Bursa Efek Jakarta. *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, 5/XXXV, 8–12.
- Frensidy, B. 2009. *Determinant bi-ask spread saham-saham dalam Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia*, fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.
- Husnan, S. 2003. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Kedua. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Jogiyanto. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Lenny, dan N. Indriantoro. 1999. Analisa pengaruh transaction cost terhadap lamanya holding period saham biasa, *Journal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 1, No. 3, p. 209–220.
- Miller, M.H., and Rock, K. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information, *The Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4. pp. 1031–1051.
- Maulina, V. 2003. Analisis Beberapa Faktor yang Mempengaruhi *Holding Period* Saham Biasa pada Perusahaan Go Public yang Tercatat dalam Index LQ45. Universitas Brawijaya.
- Nugroho, H.P. 2009. *Pengaruh dari Bid-Ask Spread, Market Value dan Volatilitas Harga terhadap Holding Period Saham Biasa*. Departemen Keuangan RI.
- Sari. 2009. *The Effect of Global Economic Crisis*, STIKOM LPSR Jakarta.
- Singarimbun, M., dan Sofyan, E. 1995. *Metode Penelitian Survey*, PT Pustaka.
- Sugiyono. 2002. *Statiska untuk Penelitian*. Bandung: Alfabeta.