

SISI GELAP DARI RETURN SAHAM DI PASAR MODAL INDONESIA: LIKUIDITAS, DAN RISIKO SISTEMATIS

THE DARK SIDE OF STOCK RETURN IN THE INDONESIAN CAPITAL MARKET: LIQUIDITY, AND SYSTEMATIC RISK

Laynita Sari ¹⁾, Rio Nardo ²⁾

^{1,2}Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi KBP

email¹: laynitasari@akbpstie.ac.id email²: rionardo90.sgi5@gmail.com

ABSTRAK

Wabah COVID-19 telah memberikan dampak serius pada kegiatan investasi di Indonesia. Salah satu aspek yang menjadi perhatian di tengah merebaknya virus Corona adalah berkurangnya minat investor dalam aktivitas pasar modal di Indonesia. Maka dapat diprediksi bahwa adanya potensi kehilangan/penurunan tingkat keuntungan (return) yang akan diterima oleh pemegang saham. Tujuan penelitian ini adalah untuk menyelidiki pengaruh likuiditas dan risiko sistematis terhadap return. Alat analisis yang digunakan untuk menguji antara variabel penelitian adalah analisis regresi data panel. Penelitian ini menemukan bahwa likuiditas tidak memberikan bukti secara empiris adanya pengaruh signifikan terhadap return saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Sedangkan risiko Sistematis berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham perusahaan. Temuan kami diperkuat dengan hasil uji yang robus secara statistik, yang menegaskan bahwa perusahaan yang memiliki nilai beta tinggi, maka return saham perusahaan tersebut akan cenderung tinggi.

Kata Kunci: Likuiditas, Risiko Sistematis, Return Saham

ABSTRACT

The COVID-19 outbreak has had a serious impact on investment activities in Indonesia. One of the aspects of concern in the midst of the coronavirus outbreak is the decrease in investor interest in capital market activities in Indonesia. Therefore, it can be predicted that there is a potential decrease in the level of profit (return) that will be received by shareholders. The purpose of this study is to investigate the influence of liquidity and systematic risks on returns. The analysis tool used to test the influence between research variables is the analysis of panel data regression. The findings of this study are that liquidation has no significant effect on the return of company shares. In addition, the second finding proves that systematic risk has a positive and significant effect on the return of the company's shares. Our findings are reinforced by the results of robustness test statistically, which confirms that companies that have a high beta value, then the return of the company's shares will tend to be high.

Keywords: *Liquidity; Systematic Risk; Stock Return*

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal Indonesia demikian terpuruk seiring dengan terjadinya krisis keuangan di tengah pandemi Covid-19. Bahkan dampak yang ditimbulkan terhadap pasar keuangan Indonesia lebih buruk dibandingkan dengan krisis keuangan pada 2008-2009. Meskipun kondisinya demikian, transaksi di pasar modal Indonesia tetap berjalan dan tetap mengalami perkembangan. Aliran dana masuk dari para investor meningkat dengan harapan tingkat

pengembalian (*return*) investasi yang lebih tinggi. Padahal bercermin dari kondisi saat ini, risiko keuangan dengan adanya krisis di tengah pandemi Covid-19 relatif sangat besar.

Para peneliti keuangan memanfaatkan situasi ini dengan tetap produktif menghasilkan riset-riset secara empiris. Dalam sebuah studi terbaru, secara empiris telah dilakukan pengujian tentang keterkaitan antara likuiditas dengan distribusi tingkat keuntungan (*return*) saham dengan mengontrol kapitalisasi pasar. Temuannya menegaskan bahwa saham dengan tingkat asimetri

yang tinggi kurang likuid (Wang et al., 2020). Temuan lain juga membuktikan bahwa adanya hubungan positif antara likuiditas dengan return (Amaya et al., 2015). Memprediksi return saham secara keseluruhan sangat penting untuk pengoptimalan portofolio, manajemen risiko, dan harga derivatif. Kemungkinan perubahan harga saham secara signifikan akan dipengaruhi oleh likuiditas (Ivanovski et al., 2015). Pertanyaan penting yang memiliki implikasi lebih praktis tetapi belum dieksplorasi lebih mendalam adalah bagaimana likuiditas saham menangkap kinerja sahamnya selama pasar bergejolak.

Faktor lain yang mempengaruhi *return* saham adalah risiko sistematis (Nejadmalayeri, 2020). Risiko sistematis atau risiko pasar berkaitan dengan perubahan yang terjadi dipasar secara keseluruhan. Risiko sistematis diyakini mempengaruhi siklus bisnis dan pasar keuangan Indonesia, serta merupakan salah satu penentu keputusan investasi. Risiko sistematis adalah risiko yang tetap, tidak bisa dihilangkan melalui diversifikasi, yang akan mempengaruhi semua perusahaan (atau investasi) yang ada di perusahaan. Pada saat suatu perekonomian dilanda resesi maka semua perusahaan yang ada akan terpengaruh, penjualan perusahaan-perusahaan tersebut akan melambat, meskipun investor melakukan diversifikasi secara sempurna pengaruh resesi tersebut akan mengenai portofolio (Hanafi, 2005).

Keputusan untuk menyelidiki likuiditas dan risiko sistematis, serta dampaknya terhadap return saham terdaftar di Bursa Efek Indonesia cukup wajar. Dilihat dari perspektif perusahaan itu sendiri, aktivitas perdagangan di Bursa tumbuh pesat dan menjadi lebih terintegrasi dengan dunia maju dalam hal perdagangan dan investasi. Dalam lingkup pasar modal Indonesia, kami berpendapat bahwa dampak dari likuiditas dan risiko sistematis terhadap return saham sangat heterogen. Kemungkinan hal ini terjadi karena perusahaan terdaftar berada pada level industry atau sektor yang berbeda.

Adanya temuan empiris yang tidak seragam (heterogen), kami beranggapan bahwa terdapatnya peluang/kesempatan untuk mengisi celah (gap) yang ada secara empiris. Maka kami berupaya untuk mengisi celah yang kosong dan memberikan kontribusi secara lebih komprehensif. Kontribusi yang kami maksud di antaranya adalah 1) menyelidiki secara empiris terkait pengaruh likuiditas dan risiko sistematis terhadap return saham; 2) memperluas kajian literature secara komprehensif, dengan menggunakan seluruh perusahaan yang listed di Bursa Efek Indonesia; 3) secara statistik akan

menggunakan semua indicator pengukuran likuiditas yang diharapkan memberikan kontribusi keilmuan dan pengetahuan bagi praktisi bidang keuangan dan akademisi.

Likuiditas menjadi perhatian utama para investor di pasar modal Indonesia (Dang & Nguyen, 2020). Penelitian sebelumnya telah mendokumentasikan bahwa tingkat likuiditas saham mempengaruhi tingkat pengembalian saham (Amihud, 2002). Studi terbaru menunjukkan bahwa risiko likuiditas merupakan faktor harga (Bekaert et al., 2007). Banyak literatur telah mengeksplorasi hubungan antara harga asset dan tingkat likuiditas saham (Bali et al., 2014). Studi yang lebih baru juga telah menekankan peran likuiditas sebagai faktor risiko sistematis. Risiko likuiditas lebih besar pada saat volatilitas pasar tinggi, terutama pada saat pasar saham mengalami penurunan yang besar (Karolyi et al., 2012).

Disamping temuan tersebut, beberapa studi empiris juga telah menemukan adanya ketidak-konsistenan hasil penelitian dengan literatur sebelumnya. Beberapa temuan menunjukkan hasil bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap tingkat keuntungan yang diterima oleh investor di pasar modal Indonesia (Dewi & Fajri, 2019; Widiarini & Dillak, 2019).

Meskipun telah banyak literature sebelumnya memberikan bukti dan menjelaskan pentingnya factor likuiditas dalam menjelaskan return, namun hanya sedikit peneliti menyelidiki apakah dan bagaimana likuiditas saham mempengaruhi return saham pada lingkup pasar modal Indonesia dan mungkin saja memiliki implikasi yang lebih praktis. Dengan mempertimbangkan literature empiris yang sudah dikemukakan dan bertitik tolak pada situasi global atau krisis keuangan saat ini, maka diajukan hipotesis pertama sebagai berikut:

Hipotesis 1 : Terdapat hubungan kausal signifikan antara likuiditas dan return saham

Secara teoritis, risiko sistematis berhubungan positif dengan return saham dan digambarkan sebagai hubungan linier positif, artinya semakin tinggi risiko yang akan ditanggung oleh investor maka semakin besar return saham yang diharapkan oleh investor. Secara empiris, hubungan linear ini sudah dikonfirmasi oleh beberapa penelitian sebelumnya. Studi tentang pengaruh risiko sistematis terhadap *return* saham pada perusahaan sektor property yang terdaftar di BEI periode tahun 2010-2014 telah membuktikan bahwa risiko sistematis secara keseluruhan mengalami fluktuasi dan memiliki hubungan yang kuat terhadap *return* saham (Annisa et al., 2014;

Widiarini & Dillak, 2019). Studi pasar perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI juga telah menunjukkan bukti bahwa risiko sistematis berpengaruh signifikan terhadap return saham (Terra, 2008). Kuatnya pengaruh risiko sistematis terhadap return saham yang didasari oleh penelitian empiris yang sudah diuraikan, maka diajukan hipotesis kedua sebagai berikut:

Hipotesis 2 : Terdapat hubungan kausal yang signifikan antara risiko sistematis dan return saham

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel

Penelitian ini dilakukan pada seluruh perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2015 – 2019. Data yang digunakan dalam penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh Bloomberg Universitas Gadjah Mada (BNI46 Financial Market Update). Data kuantitatif diperoleh dari *annual report* dan *annual report summary*. Data kuantitatif diambil dari laporan keuangan perusahaan, berupa laporan keuangan dan neraca perusahaan. Sebanyak 627 perusahaan terdaftar pada akhir periode 2019 ditetapkan sebagai populasi. Sampel dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria pengambilan sampel yang ditetapkan adalah 1) Perusahaan yang terdaftar pada akhir periode 2019 di BEI; 2) Perusahaan yang terdaftar secara berturut – turut selama periode 2015-2019 di BEI; dan 3) Perusahaan terdaftar di BEI yang menerbitkan laporan keuangan selama periode observasi. Untuk sementara, kriteria ini digunakan untuk mendapatkan sampel akhir. Berdasarkan kriteria – kriteria tersebut maka diperoleh sampel sebanyak 279 perusahaan atau sebanyak 1.395 observasi.

Teknik Analisis Data

Metode Riset yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi data panel. Model ini digunakan untuk menguji adanya hubungan empiris antara likuiditas, risiko, dan return saham. Variabel utama yang diset dalam model ini adalah return saham (RS) sebagai variabel dependen. Sedangkan likuiditas (LIQ) dan

risiko sistematis (RISK) sebagai variabel independen (*variable of interest*). Model ekonometrik yang digunakan dalam membuktikan hubungan kausal antara likuiditas, risiko, dan *return* saham adalah sebagai berikut:

$$RS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LIQ_{i,t} + \beta_2 RISK_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Disamping itu, pada penelitian ini juga memasukkan konsep tambahan atau variabel control ke dalam penelitian untuk mengendalikan atau menghilangkan pengaruh tertentu pada model penelitian. Kami berharap dengan adanya variabel control, hasil analisis lebih dapat menjelaskan fenomena dengan optimal, karena variabel-variabel lain juga mempengaruhi variabel dependen, yang membuat pengaruh model utama menjadi terputus. Dengan kata lain, analisis akan memiliki kekuatan statistik (*power*) yang lebih tinggi. Sehingga, hasil penelitian atau kesimpulan yang ditarik tidak bias atau salah persepsi. Persamaan regresi yang digunakan yang diestimasi adalah sebagai berikut:

$$RS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LIQ_{i,t} + \beta_2 RISK_{i,t} + \sum_{j=2}^n \alpha_j CONTROL\ VARIABLES_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Pada penelitian ini dilakukan uji pemilihan model terbaik yang bertujuan untuk mengetahui model mana yang terbaik digunakan (Yusra et al., 2019), terdapat dua tahapan. Tahapan pertama Uji *Chow* yang berfungsi untuk menentukan model mana yang terbaik antara *Common Effect* (CEM) ataupun *Fixed Effect* (FEM). Tahapan kedua Uji Hausmant berfungsi untuk menentukan model mana yang terbaik antara *Fixed Effect* (FEM) ataupun *Random Effect* (REM). Selanjutnya dilakukan uji normalitas yang bertujuan untuk mengetahui apakah data terdistribusi normal atau tidak. Model-model dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan analisis regresi data panel yang berguna untuk mengetahui apakah hipotesis diterima atau ditolak. Hipotesis diterima apabila nilai T Statistik > T. Tabel atau prob < Alpha dan hipotesis ditolak apabila nilai T. Statistik < T. Tabel atau Prob > Alpha.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif Statistik

Tabel 1
Statistik Deskriptif

Variabel	Min	Max	Mean	S.D
Dependen Variabel				
R	-0.93	26.86	0.18	1.34
Independen variabel				
Likuiditas(LIQ)				
CR	6.47	757.83	145.05	88.74
QR	2.66	312.06	20.45	21.04
CR	0.02	284.45	14.33	23.53
Risiko Sistematis				
RISK	-29.5	21.43	0.54	2.67

Sumber : *Data diolah peneliti, 2021*

Berdasarkan tabel 1 *return* saham (R) merupakan variabel terikat (Dependent). Nilai *minimum* R yakni -0.93 yang diperoleh pada perusahaan Surya Toto Indonesia Tbk pada tahun 2016. Sedangkan nilai *maximumnya* yakni 26.86 yang diperoleh pada perusahaan Indofarma Tbk pada tahun 2016. *Return* saham merupakan tingkat keuntungan yang diperoleh investor atas investasi yang dilakukan. Nilai *mean*nya yakni 0.18 yang berarti perusahaan lebih banyak menggunakan ekuitas dibandingkan hutang untuk kegiatan operasional perusahaan. Nilai standar deviasi pada variabel R yakni 1.34 yang berarti tingkat keberagaman sampel 134% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar dikarenakan nilainya lebih besar dari *mean*.

Pada tabel 1 terlihat bahwa Likuiditas merupakan variabel bebas (independent) pertama dalam penelitian ini. Likuiditas ini diukur dengan *current ratio* (CR), *quick ratio* (QR), dan *cash ratio* (CR). Pada CR diperoleh nilai minimum 6.47 di perusahaan Wintemar Offshore Marine Tbk pada tahun 2019. Nilai *maximumnya* sebesar 757.83 di perusahaan Kedaung Indah Can Tbk pada tahun 2019. Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Nilai *mean* dari *current ratio* (CR) yakni 145.05 dan ini dianggap likuid karena besar daripada 1, artinya kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendeknya sudah maksimal dengan aset lancar yang dimiliki. Standar deviasi pada model CR sebesar 88.74 yang berarti tingkat keberagaman sampel sebesar 8.874% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih kecil karena nilainya lebih rendah dari *mean*.

Pada model QR diperoleh nilai *minimum* 2.66 di perusahaan Kedaung Indah Can Tbk pada tahun 2019. Nilai *maximumnya* sebesar 312.06 di perusahaan Wintemar Offshore Marine Tbk pada tahun 2019. Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Nilai *mean* dari *quick ratio* (QR) yakni 20.45 dan ini dinyatakan likuid karena besar daripada 1, yang mencerminkan perusahaan mampu membayar kewajiban jangka pendeknya dengan aset lancar yang dimiliki. Standar deviasi pada model QR sebesar 21.04 yang berarti tingkat keberagaman sampel sebesar 2.104% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari *mean*.

CR memperoleh nilai minimum sebesar 0.02 di perusahaan Wintemar Offshore Marine Tbk pada tahun 2019. Nilai *maximumnya* sebesar 284.45 di perusahaan Kedaung Indah Can Tbk pada tahun 2019. Likuiditas mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Nilai *mean* dari *cash ratio* (CR) yakni 14.33 dan ini dinyatakan likuid karena nilainya besar daripada 1, dapat disimpulkan bahwa perusahaan mampu membayar kewajiban jangka pendeknya secara maksimal dengan aset lancar yang dimiliki. Standar deviasi pada model CR sebesar 23.53 yang berarti tingkat keberagaman sampel sebesar 2.353% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari *mean*.

Risiko sistematis merupakan variabel bebas yang kedua dalam penelitian ini. Risiko sistematis diukur dengan Beta. Beta memiliki nilai *minimum* -29.50 di perusahaan Tambang Batubara Bukit Asam (Persero) Tbk pada tahun 2017. Sedangkan nilai *maximumnya* sebesar 21.43 di

perusahaan Indofarma Tbk pada tahun 2017. Beta pasar mencerminkan risiko sistematis yang bisa dikontrol oleh perusahaan. Dimana nilai maksimum adalah 1, nilai beta yang lebih besar dari 1 mencerminkan bahwa tingkat risiko sistematis perusahaan sangat tinggi. Nilai mean dari beta yaitu 0.54 berarti kecil daripada 1, ini mengindikasikan bahwa tingkat risiko sistematis perusahaan tidak terlalu tinggi. Standar deviasi beta sebesar 2.67 lebih besar dibandingkan nilai mean, hal ini menunjukkan bahwa tingkat

keberagaman sampel sebesar 267% dan menunjukkan penyebaran data yang lebih besar karena nilainya lebih tinggi dari *mean*.

Pemilihan Model Terbaik

Hausmant Test yang dilakukan sebagai uji lanjut, hasil yang diperoleh adalah model yang terbaik antara *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *Random Effect Model* (REM). Hasil estimasi pemilihan model terbaik dapat dilihat pada tabel 2 berikut :

Tabel 2
Hasil Estimasi *Random Effect Model*

Variabel	Model I	Model II	Model III
Konstanta	-1.200488		
Prob	0.0493		
CR	-0.079901		
Prob	0.5202		
t-Statistic	-0.644103		
RS	0.441049		
Prob	0.0000		
t-Statistic	7.145153		
Konstanta		-1.803750	
Prob		0.0000	
QR		0.078181	
Prob		0.5292	
t-Statistic		0.630219	
RS		0.441049	
Prob		0.0000	
t-Statistic		7.144303	
Konstanta			-1.505074
Prob			0.0000
CR			-0.039669
Prob			0.5233
t-Statistic			-0.639285
RS			0.441045
Prob			0.0000
t-Statistic			7.144996

Dari hasil regresi model I diperoleh nilai koefisien pada CR (*Current Ratio*) sebesar -0.079901 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.5202 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($0.644103 < 1.96$). Dengan demikian CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan nilai koefisien pada RS sebesar 0.441049 dengan nilai *probability*

yang lebih kecil dari alpha ($0.0000 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($7.145153 > 1.96$). Dengan demikian RS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Hasil regresi pada model II diperoleh nilai koefisien pada QR (*Quick Ratio*) sebesar 0.078181 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari alpha ($0.5292 > 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih kecil

dari T_{tabel} ($0.630219 < 1.96$). Dengan demikian CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan nilai koefisien pada RS sebesar 0.441027 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0000 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($7.144303 > 1.96$). Dengan demikian RS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Hasil regresi pada model III diperoleh nilai koefisien pada CR (*Cash Ratio*) sebesar -0.039669 dengan nilai *probability* yang lebih besar dari

alpha ($0.5233 > 0.05$) dan T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($0.639285 < 1.96$). Dengan demikian CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan nilai koefisien pada RS sebesar 0.441045 dengan nilai *probability* yang lebih kecil dari alpha ($0.0000 < 0.05$) dan T_{hitung} yang lebih besar dari T_{tabel} ($7.144996 > 1.96$). Dengan demikian RS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Uji Lanjut (*Hausmant Test*)

Tabel 3
Hasil *Hausmant Test*

	Statistic	Prob.
Model I		
Cross-Section Random	0.732804	0.6932
Model II		
Cross-Section Random	0.728253	0.6948
Model III		
Cross-Section Random	0.731811	0.6936

Berdasarkan data yang telah diuji, dapat dilihat pada masing-masing model I, II, dan III diperoleh nilai *probability cross-section random* lebih besar dari pada alpha. Dimana Model I ($0.6932 > 0.05$), Model II ($0.6948 > 0.05$), dan Model III ($0.6936 > 0.05$) yang artinya H_0 diterima

dan H_a ditolak. Maka dengan begitu disimpulkan bahwa model *random effect* lebih baik digunakan dari pada model *fixed effect*.

Uji Normalitas

Tabel 4
Uji Normalitas

Model I			
	Jarque Bera	Probabilitas	Kesimpulan
REM	3.377135	0.184784	Terdistribusi Normal
Model II			
REM	3.375349	0.184949	Terdistribusi Normal
Model III			
REM	3.376247	0.184866	Terdistribusi Normal

Sumber : *Data diolah peneliti, 2021*

Dari tabel 4 diatas, diketahui pada model I yang dimana hasil uji *Jarque-Bera* pada REM bernilai sebesar 3.377135 dengan *probability* 0.184784 yang artinya nilai *probability* lebih besar dari alpha ($0.18 > 0.05$) maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini berdistribusi normal. Pada model II diperoleh hasil uji *Jarque-Bera* pada REM bernilai sebesar 3.375349 dengan *probability* 0.184949 yang artinya nilai *probability* lebih besar

dari alpha ($0.18 > 0.05$) maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini berdistribusi normal. Selanjutnya model III pada REM hasil uji *Jarque-Bera* bernilai sebesar 3.376247 dengan *probability* 0.184866 yang artinya nilai *probability* lebih besar dari alpha ($0.18 > 0.05$) maka dapat disimpulkan bahwa model penelitian ini berdistribusi normal.

Analisis Regresi Data Panel

Tabel 5
Hasil Estimasi Regresi Data Panel

Variabel	Koefisien		
	Model I	Model II	Model III
C	-1.200488		
CR	-0.079901		
RISK	0.441049***		
C		-1.803750	
QR		0.078181	
RISK		0.441027***	
C			-1.505074
CR			-0.039669
RISK			0.441045***

Berdasarkan pada model regresi diatas, dapat di interprestasikan nilai-nilai tersebut. Pada model I dimana konstanta bernilai -1.200488 yang artinya, jika diasumsikan variabel bebas bernilai 0 (tidak ada), maka *return* saham bernilai konstan sebesar -1.200488. Koefisien CR (*Current Ratio*) bernilai -0.079901 yang berarti setiap peningkatan variabel CR sebanyak 1 satuan berarti akan meningkatkan variabel *return* saham sebanyak -0.079901 serta beranggapan variabel lain dalam bentuk konstan. Koefisien RS bernilai 0.441049 yang berarti setiap peningkatan variabel RS sebanyak 1 satuan berarti akan meningkatkan variabel *return* saham sebanyak 0.441049 serta beranggapan variabel lain dalam bentuk konstan. Pada model II dimana konstanta bernilai -1.803750 yang artinya, jika diasumsikan variabel bebas bernilai 0 (tidak ada), maka *return* saham bernilai konstan sebesar -1.803750. Koefisien QR (*Quick Ratio*) bernilai 0.078181 yang berarti setiap peningkatan variabel QR sebanyak 1 satuan berarti

akan meningkatkan variabel *return* saham sebanyak 0.078181 serta beranggapan variabel lain dalam bentuk konstan. Koefisien RS bernilai 0.441027 yang berarti setiap peningkatan variabel RS sebanyak 1 satuan berarti akan meningkatkan variabel *return* saham sebanyak 0.441027 serta beranggapan variabel lain dalam bentuk konstan. Pada model III dimana konstanta bernilai -1.505074 yang artinya, jika diasumsikan variabel bebas bernilai 0 (tidak ada), maka *return* saham bernilai konstan sebesar -1.505074. Koefisien CR (*Cash Ratio*) bernilai -0.039669 yang berarti setiap peningkatan variabel CR sebanyak 1 satuan berarti akan meningkatkan variabel *return* saham sebanyak -0.039669 serta beranggapan variabel lain dalam bentuk konstan. Koefisien RS bernilai 0.441045 yang berarti setiap peningkatan variabel RS sebanyak 1 satuan berarti akan meningkatkan variabel *return* saham sebanyak 0.441045 serta beranggapan variabel lain dalam bentuk konstan.

Uji Hipotesis

Tabel 6
Hasil Uji Hipotesis

Model I					
Variabel	t-Statistik	t-tabel	Prob.	Alpha	Kesimpulan
CR	-0.644103	1.96	0.5202	0.05	H1 ditolak
RISK	7.145153	1.96	0.0000	0.05	H2 diterima
Model II					
Variabel	t-Statistik	t-tabel	Prob.	Alpha	Kesimpulan
QR	0.630219	1.96	0.5292	0.05	H1 ditolak
RISK	7.144303	1.96	0.0000	0.05	H2 diterima
Model III					
Variabel	t-Statistik	t-tabel	Prob.	Alpha	Kesimpulan
CR	-0.639285	1.96	0.5233	0.05	H1 ditolak
RISK	7.144996	1.96	0.0000	0.05	H2 diterima

Pada tabel 6 terlihat bahwa pada model I, yang dimana variabel CR (*Current Ratio*) menunjukkan nilai T_{hitung} secara absolut lebih kecil dari T_{tabel} ($0.644103 < 1.96$) atau *probability* lebih besar dari *alpha* ($0.5202 > 0.05$) maka H1 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan pada variabel RS (Risiko Sistematis) menunjukkan nilai T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} ($7.145153 > 1.96$) atau *probability* lebih kecil dari *alpha* ($0.0000 < 0.05$) maka H2 diterima dan dapat disimpulkan bahwa RS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Pada model II terlihat bahwa pada variabel QR (*Quick Ratio*) menunjukkan nilai T_{hitung} lebih kecil dari T_{tabel} ($0.630219 < 1.96$) atau *probability* lebih besar dari *alpha* ($0.5292 > 0.05$) maka H1 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa QR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan pada variabel RS (Risiko Sistematis) menunjukkan nilai T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} ($7.144303 > 1.96$) atau *probability* lebih kecil dari *alpha* ($0.0000 < 0.05$) maka H2 diterima dan dapat disimpulkan bahwa RS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

Pada model III terlihat bahwa pada variabel CR (*Cash Ratio*) menunjukkan nilai T_{hitung} secara absolut kecil dari T_{tabel} ($0.639285 < 1.96$) atau *probability* lebih besar dari *alpha* ($0.5233 > 0.05$) maka H1 ditolak dan dapat disimpulkan bahwa CR tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan pada variabel RS (Risiko Sistematis) menunjukkan nilai T_{hitung} lebih besar dari T_{tabel} ($7.144996 > 1.96$) atau *probability* lebih kecil dari *alpha* ($0.0000 < 0.05$) maka H2 diterima

dan dapat disimpulkan bahwa RS berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham.

PEMBAHASAN

Pengaruh Likuiditas Terhadap *Return* Saham

Dalam penelitian ini hipotesis pertama menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Secara teoritis, kemampuan perusahaan dalam membiayai dan memenuhi kewajiban/utang pada saat ditagih atau jatuh tempo dapat tercermin pada rasio likuiditas. Dengan kata lain, semakin tinggi likuiditas maka perusahaan dianggap mampu untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya, sehingga akan menarik investor untuk membeli saham perusahaan. Pada akhirnya akan meningkatkan harga saham atau akan tercermin pada peningkatan *return* saham.

Namun hasil pengujian membuktikan likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Dalam hal ini disimpulkan bahwa H_1 ditolak, artinya tidak ada pengaruh yang signifikan antara likuiditas terhadap *return* saham. Hal ini dikarenakan bahwa naik turunnya tingkat *return* saham, tidak dipengaruhi oleh likuiditas. Dalam arti kata likuiditas tidak berkontribusi terhadap *return* saham. Secara operasional, *return* saham tidak ditentukan oleh *current asset* dan *current liabilities* yang terdapat dalam likuiditas. Sedangkan likuiditas tidak ditentukan oleh harga penutupan saham yang terdapat dalam *return* saham.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Safitri et al. (2015)

menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *return* saham. Tinggi rendahnya *return* saham tidak dipengaruhi oleh likuiditas atau likuiditas tidak berkontribusi sebagai variabel yang diteliti pengaruhnya terhadap *return* saham karena *return* saham hanya di tentukan oleh harga saham pada tahun ini dengan harga saham pada tahun berikutnya.

Pengaruh Risiko Sistematis Terhadap Return Saham

Hipotesis kedua menyatakan bahwa risiko sistematis berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return saham*. Hasil pengujian membuktikan bahwa risiko sistematis berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return saham*. Berarti H_2 diterima, artinya risiko sistematis merupakan salah satu faktor utama tinggi atau rendahnya *return* yang dihasilkan perusahaan. Alasannya karena beta saham berbanding lurus dengan *return* saham, sehingga apabila beta saham naik maka *return* saham juga akan naik. Selain itu dikarenakan faktor psikologis investor jika investor bersifat *risk-seeker* maka teori *high risk high return* benar investor akan cenderung memilih saham yang memiliki resiko yang besar dengan harapan *return* yang besar pula.

Relevan dengan teorinya Markowitz (1977) tentang *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) hubungan antara tingkat keuntungan (*return*) dan risiko bersifat linear. Dengan demikian harga saham akan ditentukan oleh risiko

sistematis dan risiko ini tercermin dalam beta saham. Hal ini berarti semakin besar beta, maka investor akan menentukan tingkat keuntungan (*return*) yang semakin besar pula dan sebaliknya bila beta kecil, maka tingkat keuntungan (*return*) juga semakin kecil.

Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dyatri at all, (2005) yang menyatakan bahwa risiko sistematis mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif terhadap *return* saham. Koefisien regresi risiko sistematis bertanda positif yang menunjukkan adanya hubungan positif dari beta saham terhadap *return* saham. Hal ini karena beta saham berbanding lurus dengan *return* saham individu sehingga apabila beta saham yang merupakan alat ukur risiko sistematis naik maka *return* saham juga akan naik.

Uji Robust (*Robustness Test*)

Proksi/ Indikator yang digunakan sebagai pengukur variabel penelitian didasarkan pada nilai statistik (t-stats atau prob) yang lebih baik.

Tabel 7
Hasil Robustness Test

Variabel		Kontrol Saja Model I	Efek Utama Model II	Efek Utama dan Kontrol Model III
CR	Koefisien		0.00000205	0.00000273
	t-statistik		0.347457	0.449695
	Prob		0.7284	0.6531
RISK	Koefisien		-0.034206*	-0.036709*
	t-statistik		-1.754608	-1.868865
	Prob		0.0798	0.0621
Size	Koefisien	0.078218		0.097123
	t-statistik	1.058631		1.304310
	Prob	0.2902		0.1926
ROA	Koefisien	0.003306		0.002444
	t-statistik	0.609519		0.444745
	Prob	0.5424		0.6566
BM	Koefisien	-0.0000216		-0.0000263
	t-statistik	-0.200963		-0.246197
	Prob	0.8408		0.8056
Mcap	Koefisien	0.000102		0.000107
	t-statistik	0.489286		0.509375
	Prob	0.6248		0.6107

Hasil *Robustness test* diperoleh dari estimasi REM dengan menggunakan persamaan :

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 CR + \beta_2 RS + \beta_3 Size + \beta_4 ROA + \beta_5 BM + \beta_6 Mcap + e \dots (3)$$

***) signifikan pada level 1 persen (1%),

***) signifikan pada level 5 persen (5%), dan

*) signifikan pada level 10 persen (10%)

Berdasarkan tabel diatas dari hasil estimasi bahwa model regresi menggunakan variabel-variabel yang sudah dikelompokkan. Diantaranya model I diestimasi dari variabel kontrol terhadap variabel dependen. Diperoleh hasil bahwa semua variabel kontrol yakni Size, ROA (*Return On Asset*), BM (*Book to Market Ratio*), dan Mcap (*Market Capitalization*) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu *return* saham.

Model II diperoleh setelah variabel independen diestimasi terhadap variabel dependen. Dihasilkan variabel CR (*Current Ratio*) tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel *return* saham, sedangkan variabel RS (*Risiko Sistematis*) berpengaruh signifikan terhadap variabel *return* saham dengan tingkat signifikansi 10%. Selanjutnya model III diperoleh dari estimasi kedua jenis variabel (variabel utama dan kontrol)

terhadap variabel dependen. Hasilnya menunjukkan hanya variabel RISK (*Risiko Sistematis*) yang berpengaruh signifikan terhadap variabel *return* saham dengan tingkat signifikansi 10%. Sedangkan variabel CR, Size, ROA, BM, Mcap tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel *return* saham.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis terhadap hipotesis yang telah dipaparkan sebelumnya tentang sisi gelap dari *return* saham di pasar modal Indonesia, terdapat beberapa kesimpulan, diantaranya adalah:

1. Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019. Artinya naik atau turunnya *return*

saham tidak tergantung pada tinggi atau rendahnya likuiditas suatu perusahaan.

2. Risiko Sistematis berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2015-2019 Signifikan pada level 1%. Hasil ini diperkuat dengan uji *Robustness test* secara statistik, signifikan pada level 10%. Artinya jika perusahaan memiliki nilai beta yang tinggi, maka *return* saham perusahaannya akan cenderung tinggi.

DAFTAR PUSTAKA

- Amaya, D., Christoffersen, P., Jacobs, K., & Vasquez, A. (2015). Does realized skewness predict the cross-section of equity returns? *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.02.009>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*. [https://doi.org/10.1016/S1386-4181\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S1386-4181(01)00024-6)
- Annisa, A., Didik, T., & Azib. (2014). Pengaruh risiko sistematis terhadap return saham. *Prosiding Manajemen*.
- Bali, T. G., Peng, L., Shen, Y., & Tang, Y. (2014). Liquidity shocks and stock market reactions. *Review of Financial Studies*. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht074>
- Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2007). Liquidity and expected returns: Lessons from emerging markets. *Review of Financial Studies*. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm030>
- Dang, T. L., & Nguyen, T. M. H. (2020). Liquidity risk and stock performance during the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 52(March 2019), 101165. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101165>
- Dewi, A. S., & Fajri, I. (2019). Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Pundi*, 3(2), 79. <https://doi.org/10.31575/jp.v3i2.150>
- Hanafi, M. M. dan A. H. (2005). Analisis Laporan Keuangan Edisi Kedua. In *Journal of Chemical Information and Modeling*.
- Ivanovski, Z., Stojanovski, T., & Narasanov, Z. (2015). Volatility and Kurtosis of daily stock returns at MSE. *UTMS Journal of Economics*, 6(2), 209–221.
- Karolyi, G. A., Lee, K. H., & Van Dijk, M. A. (2012). Understanding commonality in liquidity around the world. *Journal of Financial Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.12.008>
- Nejadmalayeri, A. (2020). Asset liquidity, business risk, and beta. *Global Finance Journal*, April, 100560. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100560>
- Safitri, O., Sinarwati, & Atmadja, A. T. (2015). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Tahun 2009-2013. *Jurnal Akuntansi*, 3(1), 1–12.
- Terra, P. R. (2008). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *Revista de Administração e Contabilidade Da Unisinos*. <https://doi.org/10.4013/base.20082.07>
- Wang, A., Hudson, R., Rhodes, M., Zhang, S., & Gregoriou, A. (2020). Stock liquidity and return distribution: Evidence from the London Stock Exchange. *Finance Research Letters*, February 2020, 101539. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101539>
- Widiarini, S., & Dillak, V. J. (2019). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham (Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Properti, Real Estate, dan Konstruksi Bangunan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017). *Jurnal Ilmu Sosial, Politik & Humaniora*, 2(2), 1–14.
- Yusra, I., Hadya, R., Begawati, N., & Istiqomah, L. (2019). Panel data model estimation: the effect of managerial ownership, capital structure, and company size on corporate value Panel data model estimation : the effect of managerial ownership, capital structure, and company size on corporate value. *Journal of Physics: Conference Series*, 1175, 1–6. <https://doi.org/10.1088/1742-6596/1175/1/012285>